



ČESKÉ VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V PRAZE

Masarykův ústav vyšších studií

Stanovení hodnoty firmy AGADOS, spol. s r.o.

Valuation of the Company AGADOS, spol. s r.o.

Diplomová práce

Studijní program: Řízení rozvojových projektů
Studijní obor: Projektové řízení inovací v podniku
Vedoucí práce: doc. RNDr. Ing. Hana Scholleová, Ph.D.




Dominika Škrábková

Praha 2017


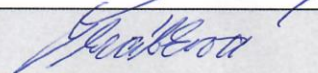
I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení:	Škrábková	Jméno:	Dominika	Osobní číslo:	399006
Fakulta/ústav:	Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS)				
Zadávací katedra/ústav:	Oddělení ekonomických studií				
Studijní program:	Řízení rozvojových projektů				
Studijní obor:	Projektové řízení inovací v podniku				

II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:	Stanovení hodnoty firmy AGADOS, spol. s r.o.		
Název diplomové práce anglicky:	Valuation of the Company AGADOS, spol. s r.o.		
Pokyny pro vypracování:	<p>CÍL PRÁCE: Stanovení hodnoty firmy AGADOS, spol. s r.o. PŘÍNOS PRÁCE: Zjištění hodnoty firmy za účelem případného prodeje podniku bližší nespecifikovanému kupujícímu OSNOVA: 1. Úvod 2. Teoretická část – základní pojmy oceňování podniku, postup při ocenění podniku, metody oceňování podniku 3. Praktická část – představení společnosti, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, stanovení hodnoty firmy 4. Závěr</p>		
Seznam doporučené literatury:	KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. MARÍK, Miloš. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. VOCHOZKA, Marek. Metody komplexního hodnocení podniku. Praha: Grada, 2011.		
Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:	doc. RNDr. Ing. Hana Scholleová, Ph.D., MÚVS ČVUT v Praze, oddělení ekonomických studií		
Jméno a pracoviště konzultanta(ky) diplomové práce:			
Datum zadání diplomové práce:	5. 12. 2016	Termín odevzdání diplomové práce:	5. 5. 2017
Platnost zadání diplomové práce:	31. 8. 2018		
			
Podpis vedoucí(ho) práce	Podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry	Podpis děkana(ky)	

III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

	
Datum převzetí zadání	Podpis studenta(ky)

Vzor citačního záznamu

ŠKRÁBKOVÁ, Dominika. *Stanovení hodnoty firmy AGADOS, spol. s r.o.* Praha: ČVUT 2017. Diplomová práce. České vysoké učení technické v Praze, Masarykův ústav vyšších studií.

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem svou diplomovou práci vypracovala samostatně. Dále prohlašuji, že jsem všechny použité zdroje správně a úplně citovala a uvádím je v příloženém seznamu použité literatury.

Nemám závažný důvod proti zpřístupňování této závěrečné práce v souladu se zákonem č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) v platném znění.

V Praze dne

podpis:

Poděkování

Na tomto místě bych ráda poděkovala doc. RNDr. Ing. Haně Scholleové, Ph.D., vedoucí diplomové práce, za čas, který mi věnovala a stejně tak za její odborné rady a cenné připomínky, kterými přispěla k vypracování této diplomové práce.

Abstrakt

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty společnosti AGADOS, spol. s r.o. za účelem případné koupě podniku blíže nespecifikovaným externím kupujícím k datu 18. 11. 2017. Teoretická část se zabývá základními pojmy oceňování podniku, zejména hodnotou podniku a jejími kategoriemi, postupem při oceňování podniku a metodami používanými pro oceňování podniku. Praktická část vychází z teoretických a metodických poznatků, na jejichž základě je provedeno samotné stanovení hodnoty společnosti, kterému předchází představení oceňovaného podniku, strategická a finanční analýza doplněná o finanční plán. Výsledná hodnota společnosti je stanovena prostřednictvím výnosové metody DCF entity.

Klíčová slova

Oceňování podniku, hodnota podniku, metody oceňování podniku, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, metoda DCF entity

Abstract

The aim of this diploma thesis is to determine the market value of the company AGADOS, spol. s r.o. for a prospective purchase of the company by an unspecified external buyer to a date 18th November 2017. The theoretical part deals with the basic concepts of business valuation, especially the value of the company and its categories. Moreover, the theoretical part deals with the process of business valuation and the methods used for the valuation. The practical part is based on the theoretical and methodological knowledge, which is then applied to determine the value of the company. It is preceded by the introduction of the valued company, as well as the strategic and financial analyses supplemented by a financial plan. The resulting company value is determined by the method of DCF entity.

Key words

Business valuation, company value, business valuation methods, strategic analysis, financial analysis, financial plan, DCF entity method

OBSAH

ÚVOD	3
1 ZÁKLADNÍ POJMY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	4
1.1 Definice podniku	4
1.2 Hodnota podniku	6
1.3 Hladiny a kategorie hodnoty podniku	8
1.3.1 Tržní hodnota	9
1.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota	10
1.3.3 Objektivizovaná hodnota	10
1.3.4 Kolínská škola.....	11
1.4 Důvody oceňování podniku	12
2 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	15
2.1 Základní postup při oceňování podniku	15
2.2 Strategická analýza.....	18
2.2.1 Postup strategické analýzy při oceňování podniku	21
2.3 Finanční analýza.....	23
2.3.1 Horizontální a vertikální analýza účetních výkazů	24
2.3.2 Bilanční pravidla	25
2.3.3 Analýza poměrových ukazatelů	26
2.3.4 Analýza pracovního kapitálu	29
2.3.5 Bankrotní a bonitní modely	30
2.4 Tvorba finančního plánu	32
3 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	35
3.1 Výnosové metody oceňování podniku	36
3.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků.....	36
3.1.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty.....	45
3.1.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	46
3.2 Majetkové metody oceňování podniku	47
3.2.1 Účetní hodnota	48
3.2.2 Substanční hodnota	48
3.2.3 Likvidační hodnota	49
3.3 Tržní metody oceňování podniku.....	50
3.3.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu.....	50
3.3.2 Metody tržního porovnání	50
3.4 Kombinované metody oceňování podniku.....	51

4	OCENĚNÍ PODNIKU AGADOS, spol. s r.o.	53
4.1	Předmět, účel a datum ocenění	53
4.1.1	Předpoklady a omezující podmínky ocenění	53
4.2	Společnost AGADOS, spol. s r.o.	54
4.2.1	Základní informace o společnosti	54
4.2.2	Představení společnosti	55
4.3	Strategická analýza	57
4.3.1	Analýza vnějšího potenciálu	57
4.3.2	Analýza vnitřního potenciálu podniku	78
4.3.3	Hodnocení perspektivnosti podniku a prognóza tržeb	92
4.3.4	Závěr strategické analýzy	95
4.4	Finanční analýza	96
4.4.1	Analýza účetních výkazů	97
4.4.2	Analýza poměrových ukazatelů	111
4.4.3	Analýza pracovního kapitálu	116
4.4.4	Bankrotní a bonitní modely	119
4.4.5	Prostorové srovnání	121
4.4.6	Závěr finanční analýzy	122
4.5	Finanční plán	123
4.5.1	Plánovaný výkaz zisku a ztráty	125
4.5.2	Plánovaná rozvaha	127
4.5.3	Finanční analýza finančního plánu	130
4.5.4	Závěr finančního plánu	131
4.6	Stanovení hodnoty podniku	132
4.6.1	Ocenění metodou DCF entity	133
4.6.2	Ocenění metodou DCF equity	137
4.6.3	Ocenění metodou EVA	139
4.6.4	Ocenění metodou tržního porovnání	141
4.6.5	Ocenění metodou účetní hodnoty	143
4.6.6	Souhrnné ocenění	144
	ZÁVĚR	146
	Seznam použité literatury a dalších zdrojů	149
	Seznam obrázků, tabulek, grafů a zkratk	155
	Seznam příloh	161

ÚVOD

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty podniku AGADOS, spol. s r.o. Téma stanovení hodnoty podniku je v současné době čím dál více aktuální a roste na významu. Podniky se transformují, prodávají se či kupují, slučují, dostávají se mnohdy do finanční tísně a bankrotují. Finanční instituce neustále zpřísňují podmínky pro poskytování úvěrů, pojišťovny kladou větší důraz na analýzy rizik a odhalování pojistných podvodů, investoři investující do cenných papírů jsou obezřetnější a majitelé se staví zodpovědněji k informacím managementu o stavu jejich firmy. Zmíněné skutečnosti nasvědčují tomu, že důvodů pro stanovení hodnoty podniku neboli ocenění podniku existuje celá řada. Účel, za jakým se ocenění provádí, je primárním kritériem mající podstatný vliv na určení celého procesu oceňování.

Na hodnotu podniku je možné nahlížet nejen podle účelu, za jakým je hodnota stanovována, ale také podle toho, co je konkrétně předmětem ocenění. Stanovená hodnota podniku se však bude pro různé účely využití odlišovat jak z hlediska její výše, tak z hlediska metod jejího stanovení. Při oceňování podniku je důležité mít na paměti, že podnik sám o sobě nemá objektivní a jedinečnou správnou hodnotu, kterou by mohl oceňovatel přesně vypočítat, a která by byla obecně platná pro všechny.

V rámci této diplomové práce bude předmětem ocenění společnost AGADOS, spol. s r.o., která sídlí ve Velkém Meziříčí a zabývá se výrobou přívěsných vozíků. Účelem ocenění bude případná koupě podniku blíže nespécifikovaným externím kupujícím, přičemž hledanou kategorií hodnoty bude hodnota tržní. Výsledná hodnota podniku bude stanovena na hladině hodnoty netto, tj. hodnota vlastního kapitálu společnosti, a to k datu 18. 11. 2017.

Diplomová práce se bude skládat ze dvou částí, a to z části teoretické a praktické. Teoretická část se bude zabývat základními pojmy z oblasti oceňování podniku, zejména hodnotou podniku a jejími kategoriemi, dále postupem při oceňování podniku a základními metodami používanými pro oceňování podniku. První část práce bude obsahovat teoretická a metodická východiska, která budou podkladem pro zpracování praktické části. V té bude nejprve představena oceňovaná společnost AGADOS, spol. s r.o. a posléze bude provedena strategická a finanční analýza. Analýzy budou následně doplněny sestaveným finančním plánem, který bude podkladem pro výsledné ocenění podniku. Nakonec bude provedeno samotné stanovení hodnoty společnosti, na kterou bude na základě závěrů předchozích kroků aplikována relevantní metoda používaná pro oceňování podniku.

TEORETICKÁ ČÁST

1 ZÁKLADNÍ POJMY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu podniku. Pokud má být tato činnost kvalifikovaně provedena, je nutné nejdříve vymezit základní pojmy vztahující se k dané problematice. Kapitola „Základní pojmy oceňování podniku“ se zaměřuje na definování samotného pojmu podnik, vymezuje termín hodnota podniku, popisuje jednotlivé hladiny a kategorie hodnoty a v neposlední řadě se zabývá důvody pro ocenění podniku.

1.1 Definice podniku

Se slovem podnik je v literatuře jak právního, tak ekonomického prostředí zacházeno velmi nejednotně, a proto je důležité na začátek tento termín formulovat. Pojem podnik byl v české legislativě do konce roku 2013 definován obchodním zákoníkem jako „*soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit*“ (Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 5 odst. 1). Z této definice vyplývalo, že podnik je tvořen hmotným a nehmotným majetkem včetně lidské pracovní síly disponující svými znalostmi a zkušenostmi. Všechny tyto složky utvářejí smysluplný komplex umožňující podniku zabezpečovat svoji činnost, pro kterou byl založen. Při oceňování podniku je nezbytné brát všechny tyto složky v jednotě a celistvosti (Kislingerová, 2001, s. 8). Definice podniku před rekodifikací byla dále zpřesněna: „*Podnik je věc hromadná. Na jeho právní poměry se použijí ustanovení o věcech v právním smyslu*“ (Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 5 odst. 2).

Termín podnik byl se zrušením obchodního zákoníku nahrazen pojmem obchodní závod. Obchodní závod (v rámci rekodifikace byla nově zavedena legislativní zkratka „závod“) je od 1. ledna 2014 vymezen novým občanským zákoníkem jako „*organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu*“ (Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, § 502). Z tohoto vymezení lze odvodit, že závod (původně podnik) je relativně samostatnou ekonomickou jednotkou. Závod patří podnikateli a funguje tím, že se realizuje podnikatelská, hospodářská činnost. K tomuto provozování podnikatelské činnosti je závod jako ekonomická jednotka opatřen obchodním jménem zahrnující zisk i záporné majetkové

hodnoty (dluhy podnikatele), (Vomáčková, 2014, s. 127). Současná právní úprava na rozdíl od předcházející právní úpravy již definuje pojem hromadná věc, a to jako „*soubor jednotlivých věcí náležejících téže osobě, považovaný za jeden předmět a jako takový nesoucí společné označení, pokládá se za celek a tvoří hromadnou věc*“ (Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, § 501). Nový občanský zákoník tak zdůrazňuje i právní pohled, kdy závod (podnik) je věcí – věcí hromadnou.

Z výše uvedených právních uprav je patrné, že chápání definování podniku, resp. obchodního závodu je společné. Podnik (závod) se skládá z hmotných (budovy, stroje, zboží), nehmotných (ochranné známky, průmyslové vzory, obchodní tajemství) a osobních složek (zaměstnanci). Z právních definic je dále patrné, že podnik (závod) je objektem, předmětem právních vztahů, nikoliv jejich subjektem. I přestože mají právní vymezení podniku (závodu) pro oceňovatele největší význam, je třeba vzít v úvahu i ekonomické hledisko a pohlížet na podnik jako na funkční celek, nikoliv na pouhou „hromadu věcí“ (Mařík, 2011a, s. 16).¹

V ekonomické teorii je pojem podnik vymezován různě. Může být chápán jako zboží, které je na trhu předmětem směny. Lze ho také popsat „*jako plánovitě organizovanou hospodářskou jednotku, v níž se zhotovují věcné statky a služby*“ (Kislingerová, 2001, s. 8). „*Podle některých autorů lze podnik definovat jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy*“ (Mařík, 2011a, s. 15). Zmíněná definice nejvíce koresponduje s reálnou situací a má významné důsledky pro určení hodnoty firmy. Pro ocenění podniku má největší význam následující definice: „*podnik je funkčním celkem – entitou, která je nadána schopností přinášet určitý užitek, generovat určitý výnos v současnosti i budoucnosti*“ (Kislingerová, 2001, s. 10). Z toho tvrzení lze dedukovat prioritu výnosových metod při stanovení hodnoty podniku. Podobný postoj zastává i Mařík (2011a, s. 16), který tvrdí, že podnik jako soubor majetkových hodnot je podnikem jen tehdy, pokud plní svůj základní účel – dosahuje zisku. Domnívá se, že německé účetní standardy vymezující podnik jako účelnou kombinaci materiálních a nemateriálních hodnot, jejichž cílem je nahospodařit zisk, jsou výstižnější než výše zmíněné právní definice. Důvodem je fakt, že právní vymezení podniku (závodu) nevyjadřuje primární cíl podniku, a to schopnost vytvářet hospodářský přebytek v krátkodobém horizontu.

¹ Obchodní závod bude v této práci zastoupen pojmy podnik, firma či společnost, neboť jsou považovány za ekvivalentní, a tedy i synonyma.

1.2 Hodnota podniku

Hlavním cílem oceňování podniku je stanovení hodnoty podniku jako zboží určeného ke směně, jinými slovy přiřazení určité hodnoty konkrétnímu podniku. V tomto případě je předmětem oceňování podnik, ke kterému se přistupuje jako ke zboží. Zboží jako objekt směny na trhu je charakterizováno dvěma základními vlastnostmi, a to užitnou a směnnou hodnotu (Kislingerová, 2001, s. 6). **Užitná hodnota** vyjadřuje schopnost statku uspokojovat lidské potřeby. Představuje soubor veškerého budoucího očekávaného užítku, který vlastník získá z držení daného statku. Pro každého konkrétního majitele je užitná hodnota odlišná, neboť se odvíjí od možností využití, preferencí a záměrů majitele statku. Z tohoto důvodu je tato hodnota hodnotou subjektivní. **Směnnou hodnotu** má statek tehdy, má-li užitnou hodnotu a současně je k dispozici v omezeném množství (Malý, 2007, s. 6). Směnnou hodnotu lze definovat jako v penězích vyjádřenou hodnotu zboží, které je předmětem směny, vede tak k tržní ceně tohoto zboží. Tato hodnota je výsledkem tržního střetu nabídky a poptávky, a proto je hodnotou objektivní (Malý, 2002, s. 130).

Hodnotu podniku nelze však ztotožňovat s cenou, jak tomu je obvykle u jiného druhu zboží. Hodnota a cena se v tomto případě rovnají jen výjimečně. Výsledným krokem při oceňování podniku je sice stanovení jeho hodnoty, ale nejedná se o hodnotu směnnou, tedy již realizovanou. Stanovená hodnota totiž představuje jakýsi základ pro vyjednávání o ceně mezi kupujícím a prodávajícím. Konečná cena je pak těmito stranami potvrzena až při aktu prodeje a je výsledkem celé řady faktorů mající na ni podstatný vliv. Hodnota podniku nemusí tedy odpovídat ceně podniku právě z důvodu motivace, časového tlaku, osobních vztahů a obratnosti zúčastněných stran při cenovém vyjednávání (Kislingerová, 2001, s. 10–11). Hodnota podniku tak nepředstavuje skutečnost, ale pouze odhad pravděpodobné ceny (Mařík, 2011a, s. 21).

Jak už bylo řečeno výše, směnná hodnota je hodnotou objektivní. V případě podniku jako specifického předmětu na trhu není snadné směnnou, resp. objektivní hodnotu stanovit. Je nezbytné však zdůraznit, že podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní, jediné správnou hodnotu. Pratt (2008, s. 29) uvádí, že mnoho lidí má mylnou představu o tom, že existuje pouze jedna hodnota. Ve skutečnosti však existuje mnoho definic hodnoty a účel ocenění vždy určuje výběr odpovídající definice hodnoty. Kislingerová (2001, s. 6–11) dodává, že objektivní hodnota tedy ve své podstatě neexistuje, neboť je to relativní pojem měnící se v čase v závislosti na vývoji budoucích užiteků. Z tohoto důvodu můžeme hodnotu podniku stanovit jen k určitému datu, a to pokud známe účel ocenění. Ocenění jako výsledek procesu

oceňování není závislé pouze na účelu ocenění, ale také na dalších faktorech, jako je subjekt oceňování, zkušenosti oceňovatele, množství a kvalita dostupných informací a časový rámec pro zpracování. Hodnota podniku je díky působení těchto faktorů vždy subjektivní.

Synek (2011, s. 66) vysvětluje, že ocenění podniku jako celku je založeno na tom, že celková hodnota podniku je dána užitekem, který podnik přináší svému majiteli (příp. svým majitelům), nikoliv pouhým součtem hodnot jednotlivých aktiv. Za užitek jsou přitom považovány budoucí výnosy (zisk, cash flow), které firma přinese. „*Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu*“ (Mařík, 2011a, s. 20). V tomto případě je vycházeno z předpokladu neomezeného trvání podniku, z tzv. going concern principu neboli principu pokračujícího podniku. Z dlouhodobého hlediska lze však příjmy pouze odhadovat, nikoliv objektivně určit. Při stanovení hodnoty pak jde o to, která z prognóz bude považována za věrohodnou. To směřuje k závěru, že „*hodnota podniku není vlastně nic jiného než určitá víra v budoucnost podniku, která je vyjádřena v penězích*“ (Mařík, 2011a, s. 20). Synek (2011, s. 66) doplňuje, že hodnota by měla být určena jako Fair Market Value (FMV), tj. poctivá, slušná, čestná tržní cena.

Jak již bylo zdůrazněno, objektivní hodnota podniku neexistuje. Z toho vyplývá závěr, že neexistuje jediné, obecně platné univerzální ocenění. V současné době v České republice nenajdeme zákon či předpis, který by pro oceňování obecně závazně platil. Čeští oceňovatelé podniků se opírají zejména o ekonomickou teorii. Přesto existují určité předpisy částečně se uplatňující v rámci procesu oceňování. Mezi nejdůležitější patří (Mařík, 2011a, s. 20):

1. *Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR* – Zákon je závazný při oceňování v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání², zákona o dani dědické, dani darovací a dani z převodu nemovitostí³, zákona o daních z příjmů a zákona o dani z přidané hodnoty aj. Předpisy však obsahují malé množství informací pro oceňování podniku jako celku.
2. *Metodický pokyn České národní banky* – Pokyn je určen pouze pro oceňovatele podniků se zaměřením na zpracování znaleckých posudků, které jsou předkládány České národní bance.
3. *Mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards) a Evropské oceňovací standardy (European Valuation Standards)* – Standardy poskytují rámcová

² Od 1. 1. 2008 nahrazen zákonem o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon).

³ Zákon byl k 1. 1. 2014 zrušen a nahrazen zákonným opatřením Senátu č. 340/2013 Sb., o dani z nabytí nemovitých věcí. Daň dědická a daň darovací jsou zařazeny v zákoně o daních z příjmů (Businessinfo, 2017, [online]).

uznávaná doporučení při oceňování, nemají povahu závazného předpisu a zaměřují se spíše na oceňování nemovitostí.

4. *Americké oceňovací standardy US PAP* (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice) – Standardy odrážejí dlouholetou tradici oceňování podniků, a proto jsou využívány i pro české prostředí. Většina oceňovacích postupů má právě původ v americkém prostředí.
5. *Německý standard IDW S1* (Institut der Wirtschaftsprüfer) – Standard je jako jediný speciálně zaměřen na oceňování podniků.

1.3 Hladiny a kategorie hodnoty podniku

Hodnotu podniku lze stanovit na dvou různých hladinách, a to na hladině hodnoty brutto a netto. **Brutto hodnota** udává hodnotu podniku jako celku – hodnotu na stupni vlastního a úročeného kapitálu (tj. na stupni entity), je určena pro vlastníky i věřitele. **Netto hodnota** je naopak určena pouze pro vlastníky podniku, vyjadřuje v zásadě ocenění vlastního kapitálu (tj. na stupni equity), které nemusí nutně souhlasit s účetním pojetím vlastního kapitálu (Mařík, 2011a, s. 16). Vymezením podnikových hladin hodnoty se před rekonstrukcí zabýval také obchodní zákoník č. 513/1991 Sb., § 6. Hodnota brutto je ve zmíněném zákoníku vymezena pojmem obchodní majetek, hodnota netto pojmem čistý obchodní majetek, tj. obchodní majetek snížený o závazky, které vznikly podnikateli v souvislosti s podnikáním. Je třeba dodat, že nová právní úprava – nový občanský zákoník výslovně definici obchodního majetku, resp. čistého obchodního majetku neobsahuje, avšak s těmito termíny počítá. Pro oceňovatele je směrodatné, že pokud mají určit obchodní majetek, zjišťují celkovou (brutto) hodnotu podniku. V případě, že mají určit čistý obchodní majetek, zjišťují čistou (netto) hodnotu podniku (Mařík, 2011a, s. 18).

V současnosti lze rozlišit čtyři základní kategorie hodnoty podniku představující základní přístupy k oceňování podniku. Mezi takové přístupy náleží (Mařík, 2011a, s. 22):

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota – investiční hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

Tyto zmíněné kategorie hodnot v zásadě vyplývají z odpovědí na otázky, kolik je ochoten běžný zájemce zaplatit na trhu, jakou má podnik hodnotu z pohledu konkrétního kupujícího a jakou hodnotu podniku lze pokládat za nespornou (Mařík, 2011a, s. 22).

1.3.1 Tržní hodnota

Pojetí tržní hodnoty vychází z představy o existenci trhu s podniky, eventuálně trhu s podíly na podnikovém vlastním kapitálu. Na tomto trhu působí více kupujících a více prodávajících, čímž se utvářejí podmínky pro vznik tržní ceny. Předmětem odhadu je pak právě tržní hodnota představující potenciální tržní cenu (Vochozka, Mulač, 2012, s. 118).

Tržní hodnota je dle mezinárodních účetních standardů definována jako *„odhadnutá částka, za kterou by měly být aktiva či závazky směněny k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci nezávislých partnerů po řádném marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku“* (International Valuation Standards, 2017, s. 18). Z této definice jasně vyplývá, že tržní hodnota reprezentuje nejpravděpodobnější cenu rozumně dostupnou na trhu, za kterou se na trhu očekává provedení transakce mezi nesouvisejícími stranami. Tyto strany jsou k danému aktu motivovány, nikoliv nuceny, a jsou přiměřeně informovány o podstatě a využití daného majetku, který byl dostatečně zpracován trhem, a to ke konkrétnímu dni ocenění, neboť podmínky trhu se mohou měnit. Tržní hodnota je spojena i s dalším předpokladem, a tím je nejlepší možné využití, které je formulováno takto: *„Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku“* (Vochozka, Mulač, 2012, s. 119). Kislingerová (2001, s. 17) doplňuje, že existují i další přístupy k formulaci tržní hodnoty, které se však shodují v tom, že tržní hodnota představuje směnu mezi dvěma dostatečně informovanými subjekty jednajícími dobrovolně. Tržní hodnota se rovněž bezprostředně vztahuje k výdělečné schopnosti podniku, tedy k budoucímu peněžnímu toku.

Tato kategorie hodnoty představuje odhad ceny na trhu, který je určen pro hypotetického běžného (tj. průměrného) zájemce (Mařík, 2011c, s. 8). Stanovení tržní hodnoty vychází z předpokladu, že cena je stanovena na volném a konkurenčním trhu, kde transakce nejsou omezeny mimotržními silami. Oceňovatel kromě vlastního úsudku je povinen provést relevantní a adekvátní průzkum trhu, neboť informace o srovnatelných subjektech jsou obecným základem pro oceňování na trhu. Dále je jeho povinností uvést, jaké podklady byly pro odhad hodnoty podniku použity a zda byl při odhadu hodnoty omezen vzhledem k neadekvátnosti údajů (Mařík, 2011a, s. 24). Tržní hodnota se stanovuje zejména při plánovaném prodeji podniku, kdy stávající vlastník chce znát odhad pravděpodobné prodejní ceny a konkrétní kupující není ještě znám, dále při zavádění podniku na burzu (Vochozka, Mulač, 2012, s. 119).

1.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Subjektivní hodnota vychází z faktu, že podnik jako celek je třeba chápat jako málo likvidní aktivum, které je svým způsobem jedinečné. Na hodnotu podniku je nezbytné nahlížet jako na ojedinělý jev. V tomto případě jsou při stanovování hodnoty podniku významné především názory individuálních účastníků transakce, například prodávajícího, kupujícího či současného vlastníka, neboť právě oni posuzují užitky, které jim podnik může přinést. Subjektivní ocenění odpovídá na otázku, jakou hodnotu má podnik z hlediska konkrétního subjektu a je založeno především na budoucnosti, do které se projektuje individuální očekávání daného subjektu (Vochozka, Mulač, 2012, s. 119).

V mezinárodních účetních standardech je subjektivní hodnota označována jako investiční hodnota a je formulována jako *„hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku“* (Mařík, 2011a, s. 26). Základní charakteristikou investiční hodnoty je, že odhad budoucích peněžních toků je prováděn zejména managementem oceňovaného podniku, popřípadě investorem. A dále, že stanovení diskontní míry bere v úvahu alternativní možnosti subjektu, pro něž je oceňování prováděno, investovat (Vochozka, Mulač, 2012, s. 120).

Subjektivní přístup ocenění se uplatňuje v případě, kdy se jedná o klasický prodej či koupi podniku. Jednotliví účastníci transakce chtějí vědět, zda je pro ně transakce prospěšná, subjektivní hodnotu vnímají jako horní, resp. dolní hranici ceny. Dále se tento přístup využívá při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku. Současný vlastník porovnává, zda hodnota podniku je větší v případě pokračování činnosti, nebo v případě jeho likvidace (Mařík, 2011a, s. 34).

1.3.3 Objektivizovaná hodnota

Tento přístup vychází ze základní teze, že objektivní hodnota podniku v zásadě neexistuje, že hodnota není objektivní vlastností podniku. V této souvislosti se začalo pracovat s pojmem objektivizovaná hodnota. Tato hodnota představuje obecně přijatelnou hodnotu, neboť je postavena zejména na všeobecně uznávaných datech a na dodržování určitých principů a požadavků při jejím výpočtu (Vochozka, Mulač, 2012, s. 120). Německé oceňovací standardy definují objektivizovanou hodnotu jako *„typizovanou a jinými subjekty*

přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku“ (Mařík, 2011c, s. 8).

Přístup objektivizované hodnoty zdůrazňuje nezávislost budoucích výnosů na (čistě) subjektivních charakteristikách, lze ho označit za jistý protiklad přístupu subjektivní hodnoty. Znalecké posudky zpracované za účelem stanovení objektivizované hodnoty by měly vykazovat co největší reprodukovatelnost, výsledky ocenění od několika různých znalců by se tak od sebe měly lišit pouze minimálně. Objektivizovaná hodnota udává jakousi dolní hranici ocenění, reálná hodnota podniku by pro každého konkrétního vlastníka měla být aspoň na takto vytyčené úrovni (Vochozka, Mulač, 2012, s. 121). Tato hodnota je stanovována zejména při zjišťování bonity podniku či při jeho žádosti o úvěr, neboť zde se nespolehá na subjektivní odhady, ale v popředí zájmu je prokazatelnost a současný stav (Mařík, 2011a, s. 34).

1.3.4 Kolínská škola

Přístup Kolínská škola dostal v Německu obecného uznání, a to jak v oblasti teoretické či akademické, tak zejména v oblasti praktického oceňování. Jedná se o koncept zahrnující veškeré předchozí zmíněné přístupy, přičemž si z nich vždy bere to nejlepší. Kolínská škola poukazuje na skutečnost, že v zemích Evropy je obecně problematické aplikovat ocenění tržní hodnotou, neboť trh s podniky má v tomto prostředí značná omezení a postrádá transparentnost. Za skutečné ocenění by se proto měla považovat subjektivní hodnota (Vochozka, Mulač, 2012, s. 121). Kolínská škola je tedy založena nejen na subjektivním postoji, ale i na účelu ocenění. Vytvoření tohoto přístupu potvrzuje tvrzení, že *„podnik nemá jen specifickou hodnotu pro každého uživatele ocenění, ale může mít dále se lišící hodnotu podle toho, jaký je účel tohoto ocenění“* (Matschke, Brösel, 2007, cit. dle Krabec, 2009, s. 132).

Kolínská škola označována jako funkcionální koncepce oceňování podniku vychází z názoru, že ocenění má smysl modifikovat v závislosti na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Kolínská škola rozlišuje několik funkcí oceňování, z nichž je patrný i subjektivní postoj oceňovatele, jedná se o funkci poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňovou (Mařík, 2011a, s. 30). Krabec (2009, s. 134–135) rozdělil tyto funkce na hlavní a vedlejší. Hlavní funkce ocenění podniku vycházejí z toho,

že každý z účastníků transakce má své subjektivní představy ohledně podmínek pro uskutečnění majetkového transferu. Mezi tyto funkce patří:

- funkce pro rozhodnutí (funkce poradenská),
- funkce zprostředkující (funkce rozhodčí),
- a funkce argumentační.

Funkce pro rozhodnutí (poradenská) je považována za nejdůležitější, neboť oceňovatel poskytuje oběma tržním stranám informaci o odhadu subjektivní hraniční hodnoty, jinými slovy dává informaci o minimální ceně pro prodávajícího a maximální ceně pro kupujícího. Na tuto funkci navazuje funkce zprostředkující (rozhodčí), při které by oceňovatel měl alespoň odhadnout hraniční hodnoty tržních stran a najít spravedlivou cenu v rámci odhadnutého intervalu. Poslední funkce, argumentační funkce, slouží pro poskytnutí co nejvíce argumentů, které zlepší vyjednávací pozici daného subjektu (Mařík, 2011a, s. 31).

Vedlejší funkce jsou pak uskutečňovány tehdy, pokud majetkové poměry mezi účastníky transakce nejsou změněny. Jedná se o tyto funkce (Krabec, 2009, s. 135):

- funkce komunikační,
- funkce daňová,
- a funkce podpůrná při tvorbě společenských smluv.

Komunikační funkci plní ocenění v případě, je-li jeho účelem stanovení hodnoty pro finanční výkaznictví. Při daňové funkci je ocenění využíváno pro účel určení daňového základu. Ocenění také plní konkretizující funkci v rámci společenských smluv obecně upravených ustanoveních, které pojednávají o vypořádání majetku (Krabec, 2009, s. 135).

Kolínská škola a především rozhodčí hodnota pak může mít rozhodující význam tam, kde je třeba vyrovnat zájmy jednotlivých tržních stran v konkrétním případě. Řadí se sem zejména významná část transformací podniku, ale i prodej podniku (Mařík, 2011a, s. 35).

1.4 Důvody oceňování podniku

Ocenění samo o sobě představuje podle Maříka (2011a, s. 35) službu, kterou si zákazník objedná, neboť mu přináší nějaký užitek. Tento užitek nabývá různé povahy podle potřeb objednavatele a cílů, pro které se ocenění vytváří. Z tohoto důvodu jsou rozlišovány ocenění vycházející z různých podnětů a mohou být využita k různým účelům. Podněty ke stanovení hodnoty podniku mohou být velmi různorodé. Mezi nejběžnější podle Kislíngerové (2001, s. 11) patří:

- koupě a prodej podniku jako celku, popřípadě jeho částí,

- transformace podniku, tj. změna jeho právní formy,
- splynutí nebo sloučení obchodní společnosti,
- zvýšení či snížení základního kapitálu přijetím, vstupem či vystoupením společníka, akcionáře, likvidací, konkurzem, dědictvím,
- vklad podniku do stávající či nově zakládané společnosti,
- restrukturalizace podniku za účelem zvýšení jeho hodnoty,
- rozhodování o sanaci či likvidaci,
- uvedení společnosti na kapitálový trh,
- poskytování či přijetí úvěru nebo jiných forem cizího kapitálu,
- hodnocení úspěšnosti výsledků práce managementu,
- hodnocení reálné bonity společnosti,
- pojištění podniku,
- placení různých daní aj.

Poláček a Attl (2006, s. 21) uvádí, že na účel ocenění lze také nahlížet z pohledu obchodního zákoníku (před jeho rekonstrukcí), který v předepsaných případech striktně vyžaduje vypracování znaleckého posudku. Jedná se o tyto následující případy:

- určení výše nepeněžitého vkladu,
- určení výše vypořádacího podílu,
- přezkoumání zpráv o poměrech mezi propojenými osobami,
- ocenění jmění,
- prověření návrhu smlouvy o fúzi, rozdělení či přeměně,
- vyslovit se k přiměřenosti ceny veřejného návrhu smlouvy o koupi cenných papírů,
- prověření ovládací smlouvy a smlouvy o převodu zisku,
- ocenění majetku při jeho převodu mezi spřízněnými subjekty,
- určení výše peněžitého vypořádání hlavního akcionáře s ostatními akcionáři při zrušení obchodní společnosti s převodem jmění na akcionáře, či při squeeze-outu (vytěsnění) drobných akcionářů,
- určení výše likvidačního zůstatku (není nutné dle obchodního zákoníku).

Důvody pro ocenění podniku lze také rozlišit podle toho, zda souvisí se změnou vlastnictví (se vztahem k transakcím), či nikoliv a zda jsou, či nejsou závislé na vůli vlastníka (Váchal, Vochozka, 2013, s. 136). Příčiny, resp. důvody oceňování podniku jsou pro přehlednost znázorněny tabulkou 1.

Tabulka 1 Důvody oceňování podniku

	Se změnou vlastnictví (se vztahem k transakcím)	Bez změny vlastnictví (bez vztahu k transakcím)
Závislé na vůli vlastníka	<ul style="list-style-type: none"> – koupě nebo prodej podniku či jeho části – vstup na burzu – navýšení kapitálu – podnik jako nepeněžitý vklad – smlouva o převodu zisku nebo o ovládnutí – začlenění – privatizace – vstup společníka do společnosti 	<ul style="list-style-type: none"> – stanovení ekonomického zisku – stanovení účetní hodnoty – budoucí publicita – hodnotově orientované strategické plánování – vymezení vztahů společníků týkajících se účasti na zisku a odstupného – hodnotově orientované odměny manažerů
Nezávislé na vůli vlastníka	<ul style="list-style-type: none"> – převod majetku – sloučení – převod – dědické spory – rozvod – vyvlastnění, rozpuštění – vyloučení nebo odstoupení společníka ze společnosti 	<ul style="list-style-type: none"> – sanace – úvěrová bonita – daňové priznání

Zdroj: Zpracováno podle VÁCHAL, Jan a Marek VOCHOZKA. *Podnikové řízení*. Praha: Grada, 2013, s. 136–137.

Na závěr je třeba dodat, že „v každém případě by u každého ocenění mělo být jasně řečeno, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká úroveň (hladina) hodnoty má být určena a k jakému datu hodnota platí“ (Mařík, 2011a, s. 36). Je nezbytné zdůraznit, že datum ocenění představuje datum, ke kterému je odhadnutá hodnota vztažena. Datum ocenění se neshoduje s datem, kdy je ocenění zpracováno. Do hodnoty podniku se totiž nemohou promítat události a vlivy, ke kterým došlo až po datu ocenění (Mařík, 2011c, s. 7).

2 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

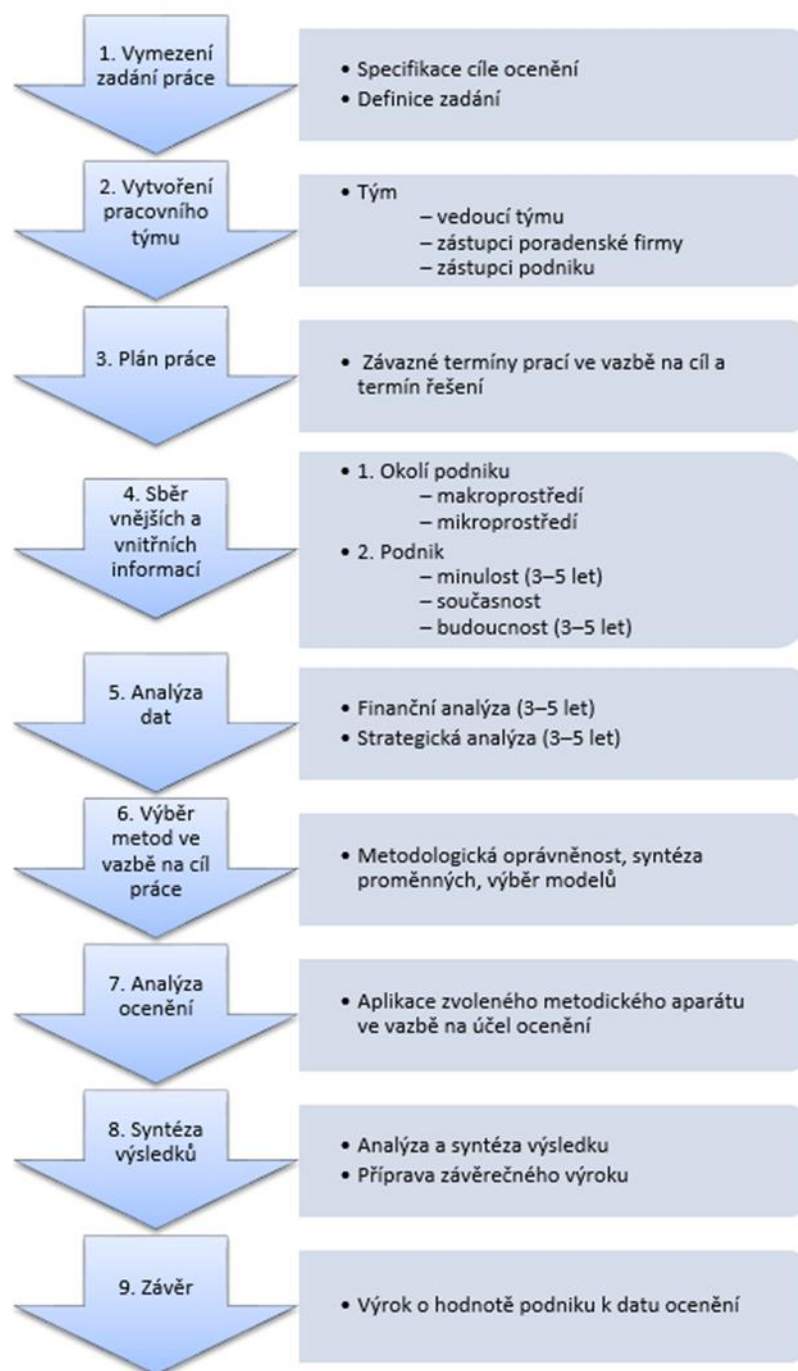
Cílem finančního ocenění podniku je vyjádření hodnoty podniku prostřednictvím určité peněžní částky, přičemž potenciál podniku je ohodnocen peněžním ekvivalentem (Mařík, 2011a, s. 36). Ocenění je založeno na důkladné znalosti ekonomických a odvětvových trendech, fungování předmětné firmy a jejích konkurentů. Vyžaduje také nutnost zvážení dalších finančních i nefinančních informací, kterými jsou například informace z právního a regulatorního prostředí. Oceňování v sobě spojuje nejen analýzu, ale i zkušenosti a odborný úsudek (Deloitte, 2017, [online]). Před samotným výrokem o hodnotě podniku jako celku tak zpracovatel oceňování stojí před velmi obtížným úkolem, který spočívá v řešení celé řady problémů (Kislingerová, 2001, s. 25). Následující podkapitola se proto zabývá základními kroky oceňování podniku, kterými musí oceňovatel projít, aby mohl k závěrečné peněžně vyjádřené hodnotě podniku dospět.

2.1 Základní postup při oceňování podniku

Univerzální postup oceňování podniku není možné stanovit, což je evidentní už z existence širokého spektra účelů oceňování podniku, které byly vyjmenovány v podkapitole 1.4. Postup ocenění je potřeba modifikovat nejen právě podle konkrétního podnětu k ocenění, ale i podle konkrétní kategorie zjišťované hodnoty, dostupnosti informací či podle zvolené metody ocenění. Jednotlivá ocenění se tak od sebe odlišují v závislosti na těchto konkrétních podmínkách. Je však možné nastínit určitý rámec, jenž vnitřně rozčleňuje proces ocenění podniku do jednotlivých kroků.

Nástin základního postupu při stanovení hodnoty firmy uvádí Kislingerová (2001, s. 26), která ho zároveň velmi názorně demonstruje obrázkem 1. Na samotném začátku před zahájením práce na oceňování, jak zdůrazňuje Mařík (2011a, s. 36), je nezbytné si vymezit, za jakým účelem bude ocenění prováděno a jaká hodnota by měla být výsledkem daného ocenění. S tímto tvrzením se shoduje i Kislingerová (2001, s. 215), která dodává, že cíl práce se stává jakýmsi vodítkem pro výběr modelů, které se následně využijí. Po vymezení zadání práce obsahující specifikaci účelu ocenění následuje sestavení pracovního týmu skládajícího se jak z odborníků, tak ze zástupců vrcholového managementu, jejichž role v týmu je velmi podstatná, neboť právě oni dodávají potřebné informace z podniku. Práce v týmu probíhá v souladu s časovým harmonogramem, který je na počátku vytyčen ve vazbě na finální termín řešení.

Obrázek 1 Postup při oceňování podniku



Zdroj: Zpracováno podle KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001, s. 26.

Pro kvalitní ocenění je nezbytné využívat nejen informace z podniku, ale také informace o prostředí, ve kterém podniku působí a o odvětví, do kterého podnik spadá. Jedině díky informacím z makroprostředí a mikroprostředí lze vytvořit správný obrázek o fungování daného podniku. Na tuto fázi sběru vnějších a vnitřních informací navazuje fáze analytická

zahrnující strategickou a finanční analýzu (Kislingerová, 2001, s. 25). Tyto analýzy slouží k posouzení celkového stavu podniku, jeho postavení na trhu včetně jeho konkurenční síly a především k posouzení, zda je podnik schopen dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu. Analýzy je nezbytné provádět vždy, a to bez ohledu na to, jaké oceňovací metody budou ve finále použity (Mařík, 2011a, s. 36). Dalším krokem po analýze dat je aplikace modelů, jejichž výběr je dán cílem práce. Je prospěšné, aby bylo použito více modelů, a to z důvodu lepšího ověření správnosti výsledku ocenění. V případě, že je využito více metod oceňování, je potřeba na závěr provést syntézu výsledků a formulaci závěru, k němuž tým odborníků dospěl. Jinými slovy to znamená, že proces ocenění podniku končí výrokem o jeho stanovené hodnotě k určitému datu (Kislingerová, 2001, s. 26).

Mařík (2011a, s. 53) shrnuje postup při stanovení hodnoty podniku do čtyř fází, které v obecné rovině doporučuje dodržovat:

1. sběr vstupních dat – základní informace o podniku, ekonomická data podniku (např. účetní výkazy, výroční zprávy), informace o trhu, konkurenci, odbytu, marketingu, výrobě, dodavatelích a pracovnících,
2. analýza dat – strategická analýza, finanční analýza, rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná, analýza a prognóza generátorů hodnoty a orientační ocenění na základě generátorů hodnoty,
3. sestavení finančního plánu,
4. ocenění – volba metody, ocenění podle zvolených metod a souhrnné ocenění.

„Při praktickém použití však budou mít jednotlivé kroky různou podobu, hloubku a váhu zejména podle konkrétních metod, které budou použity k vlastnímu ocenění“ (Mařík, 2011a, s. 53). Uvedené postupy oceňování podniku jsou sice po teoretické stránce precizní, avšak v praxi bývají často některé kroky nedodrženy, zjednodušeny či dokonce zcela vynechány. Důvodem je jak pracnost a časová náročnost, tak především malá dostupnost disponibilních dat. To platí zejména u rozdělení aktiv podnik na provozně nutná a zbytná, kdy zpracovatel ocenění často není schopen aktiva rozdělit díky nedostatečné znalosti podniku. Dále se to týká analýzy generátorů hodnoty a orientačního ocenění, která bývají z pragmatických důvodů vynechány úplně (Vochozka, Mulač, 2012, s. 126). Za nejdůležitější fáze v rámci procesu ocenění lze považovat strategickou analýzu, finanční analýzu a tvorbu finančního plánu. Tyto fáze jsou společné pro více oceňovacích metod a budou detailněji rozebrány v následujících podkapitolách. Z hlediska vztahu k metodám ocenění lze konstatovat, že je nezbytné vždy provádět strategickou a finanční analýzu. Finanční analýzu můžeme pominout u majetkových metod, naopak větší váhu bude mít u tržních metod, kdy je kladen

značný důraz na srovnávací analýzu v rámci obdobných podniků. Pokud to dostupná data trochu dovolí, je správné vždy provést rozdělení aktiv na provozní a neprovozní. Toto rozdělení je možné opomenout v případě, kdy je podnik oceňován likvidační metodou, neboť v tomto případě je nahlíženo na veškerá aktiva jako nepotřebná k dalšímu provozu. Při předpokladu pokračování podniku musí oceňovatel pracovat s generátory hodnoty, neboť musí dokázat dlouhodobou perspektivu podniku. Finanční plán je potřeba zpracovat jen tehdy, pokud je použita některá z výnosových metod, můžeme ho tedy u majetkových a tržních metod opomenout. U každého ocenění je však nezbytné odůvodnit zvolenou oceňovací metodu, popřípadě provést tzv. souhrnné ocenění, pokud bylo použito více oceňovacích metod. Ke každé použité metodě je pak v tomto případě přiřazena určitá funkce a následně vyvozena výsledná hodnota podniku. Celý postup oceňování je potřeba dodržet u výnosových metod (Mařík, 2011a, s. 54).

Z pohledu kategorie zjišťované hodnoty platí fakt, že úplný postup ocenění musí být podrobněji zpracován při stanovení tržní či objektivizované hodnoty než při stanovení hodnoty subjektivní. Důvodem je, že plány v tomto případě vycházejí převážně z předpokladů a odhadů zpracovatele ocenění, který musí své výsledky řádně zdůvodnit a okomentovat (Vochozka, Mulač, 2012, s. 127).

2.2 Strategická analýza

Klíčovým krokem k určení hodnoty podniku je předpověď jeho budoucího vývoje. Předtím než zpracovatel oceňování přistoupí k takové předpovědi, musí nejdříve podrobně poznat situaci podniku v současnosti i minulosti. Procesem detailního posouzení veškerých stránek činnosti podniku se zabývá právě strategická analýza. Její úlohou je posoudit postavení podniku v rámci svého okolí a popsat jeho výchozí stav pro činnost podniku v budoucnosti (Vochozka, Mulač, 2012, s. 128). Strategická analýza představuje východisko pro selekci a formulaci poslání, cílů a strategie vedoucích k jejich naplnění. *„Její cílem je identifikovat, analyzovat a ohodnotit všechny relevantní faktory, o nichž lze předpokládat, že budou v budoucnu ovlivňovat strategii podniku. Strategická analýza zahrnuje různé analytické techniky využívané i pro identifikaci vztahů mezi okolím podniku, zahrnujícím makrookolí, odvětví, konkurenční síly, trh, konkurenty, a zdrojovým potenciálem podniku“* (Synek, Kislingerová, 2015, s. 186).

Strategická analýza je považována za klíčovou etapu procesu oceňování, neboť jejím hlavním úkolem je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Výnosový

potenciál podniku je dán vnějším potenciálem (tj. šancemi a riziky) a vnitřním potenciálem (tj. silnými a slabými stránkami), kterým podnik disponuje (Mařík, 2011a, s. 56). Strategická analýza zpracovávána za účelem ocenění podniku ve své podstatě vychází z klasické manažerské strategické analýzy. V tomto případě však není rozumné přejímat celý aparát strategické analýzy, bariéry v dostupnosti k informacím to stejně neumožňují. Volba metod musí být v první řadě adekvátní ke stanovenému cíli (Vochozka, Mulač, 2012, s. 128). V případě procesu ocenění plní strategická analýza podle Maříka (2011a, s. 57) tři základní cíle, které na sebe navazují:

1. posuzuje strategickou pozici podniku,
2. je podkladem pro prognózu tržeb podniku do budoucnosti,
3. posuzuje rizika spojená s podnikem.

S ohledem na cíle strategické analýzy lze vytyčit dvě základní oblasti jejího zaměření, a to analýzu zaměřenou na vnější okolí podniku a analýzu vnitřních zdrojů a schopností podniku (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 10). Tyto dvě roviny jsou vzájemně propojené a vymezují strategickou pozici podniku, jak je schematicky znázorněno na obrázku 2.

Obrázek 2 Strategická analýza



Zdroj: Zpracováno podle SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. Strategická analýza. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006, s. 10.

Analýza okolí je zaměřena na identifikaci a rozbor faktorů okolí podniku, které působí na jeho strategickou pozici a utvářejí potenciální příležitosti a hrozby pro jeho fungování. Zabývá se vlivy jednotlivých činitelů v makrookolí a mikrookolí a jejich vzájemnými

vazbami a souvislostmi (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 10). Analýza makrookolí se soustřeďuje na faktory, které jsou pro podnik velmi těžce kontrolovatelné, možnosti jejich ovlivnění jsou ze strany podniku nulové až mizivé. Podnik tak musí svoji činnost přizpůsobovat působení těchto faktorů a pružně na jejich změny reagovat (Vochozka, Mulač, 2012, s. 129). Pro analýzu makroprostředí je využívána analýza PESTLE mapující faktory politické, ekonomické, sociální, technologické, legislativní a ekologické (environmentální). Metoda PESTLE tak analyzuje faktory vnějšího prostředí, které by mohly znamenat budoucí příležitosti či hrozby pro hodnocenou firmu (Grasseová, Dubec a kol., 2010, s. 179). Dalšími faktory výrazně působící na činnost podniku jsou faktory mikrookolí, které na rozdíl od faktorů makrookolí jsou ve větší míře podnikem ovlivnitelné. Analýza mikrookolí představuje analýzu odvětví, kdy je kladen důraz zejména na konkurenční prostředí. Úkolem této části analýzy je identifikovat síly a faktory činící odvětví více či méně atraktivní. Analýza staví na základních charakteristikách odvětví, přičemž stěžejními částmi je určení sil mající významný vliv na vývoj a změny v odvětví, a na klíčových faktorech úspěchu ovlivňujících úspěšnost a neúspěšnost podniku v odvětví. Prostřednictvím Porterova modelu pěti sil lze identifikovat vlivy, které mají podstatný vliv na přitažlivost odvětví. Jsou jimi konkurence a rivalita mezi stávajícími podniky v odvětví, hrozba vstupu nových konkurentů, hrozba substitučních výrobků, vyjednávací síla dodavatelů a vyjednávací síla kupujících (Synek, Kislíngerová, 2015, s. 187).

Analýza vnitřních zdrojů a schopností podniku je zaměřena na identifikaci zdrojů a schopností podniku, resp. strategické způsobilosti, kterou musí podnik disponovat, aby byl schopen pružně reagovat na příležitosti a hrozby, které v jeho okolí vznikají nepřetržitě. Tato analýza se zabývá jednak jednotlivými druhy zdrojů, jednak schopnostmi, jak zdroje využívat. Komplexně pojatá analýza vnitřních zdrojů a schopností vede k vymezení jedinečných předností firmy jakožto základu její konkurenční výhody (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 11).

Výsledky analýzy okolí a analýzy vnitřních zdrojů a schopností jsou podkladem pro syntézu, která směřuje k určení zdrojů konkurenční výhody a vytyčení konkurenční pozice podniku jako východiska pro strategii podniku. Syntézu výsledků lze provést s využitím například SWOT analýzy, která identifikuje silné a slabé stránky podniku a vztahuje je k hlavním vlivům z okolí podniku a určeným příležitostem a hrozbám. Syntéza výsledků je tak konečným krokem strategické analýzy (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 11–12).

2.2.1 Postup strategické analýzy při oceňování podniku

Strategická analýza je podle Maříka (2011a, s. 57) důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění. V rámci procesu stanovení hodnoty se strategická analýza může skládat z těchto kroků:

1. relativní trh, jeho analýza a prognóza – analýza vnějšího potenciálu,
2. analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku,
3. prognóza tržeb oceňovaného podniku – tento krok je výsledkem dvou kroků předchozích (Mařík, 2011a, s. 58).

Prvním krokem strategické analýzy je jednoznačné vymezení relevantního trhu oceňovaného podniku, neboť právě relevantní trh představuje bitevní pole, kde sledovaný podnik svádí boj se svými konkurenty. Je proto zapotřebí tento trh důkladně zmapovat, a to z pohledu věcného (tj. produktu), územního, zákazníků a konkurentů (Mařík, 2011a, s. 59; Vochozka, Mulač, 2012, s. 131). „*Volba relevantního trhu by měla být taková, aby umožnila získat základní data o tomto trhu a posoudit jeho atraktivitu tak, aby bylo možno následně zpracovat prognózu dalšího vývoje tohoto trhu*“ (Mařík, 2011a, s. 59). Za základní data o trhu lze považovat odhad velikosti relevantního trhu, vývoj trhu v čase, popřípadě i segmentace trhu. Velikost trhu by měla být odhadnuta zejména na základě velikosti poptávky, tj. na základě celkových prodejů a spotřeby. Následujícím krokem hodnocení relevantního trhu je posouzení jeho atraktivity. Analýza atraktivity trhu má za snahu obsáhnout veškeré klíčové aspekty činící trh lákavým včetně zahrnutí faktorů, které působí opačně. Pro výpočet se obvykle používá vícekritériální hodnocení, kdy mezi nejčastěji využívaná kritéria patří růst trhu, velikost trhu, intenzita přímé konkurence, průměrná rentabilita, možnosti substituce, bariéry vstupu, citlivost na hospodářský cyklus, struktura zákazníků a vlivy prostředí. Těmto jednotlivým kritériím jsou přiděleny významnostní váhy a poté vypočítán vážený aritmetický průměr vyjadřující celkovou atraktivitu trhu. Atraktivita trhu je považována za jednu z klíčových výstupů analýzy mikrookolí, podává obraz o perspektivách podniku a musí být brána v úvahu i při tvorbě finančního plánu (Vochozka, Mulač, 2012, s. 131–132). Mařík (2011a, s. 63) dodává, že analýza atraktivity si klade za cíl lépe posoudit šance a rizika spojená s podnikáním v předmětné oblasti. Tyto informace se poté budou promítat do prognózy vývoje trhu jako celku a tržního podílu oceňovaného podniku a budou také podkladem pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru.

Dalším krokem je prognóza vývoje trhu jako celku, kdy východiskem prognózy je analýza hlavních faktorů působících na vývoj trhu. Oceňovatel však musí faktory volit v závislosti na konkrétní situaci, jedná se však především o faktory národohospodářské

(HDP, celková průmyslová produkce, spotřeba atd.), obecné faktory poptávky (příjmy obyvatel, ceny, počet obyvatel atd.) a faktory specifické pro danou skupinu produktů (spotřební zvyklosti a módní trendy), (Mařík, 2011a, s. 68). Pro odhad budoucího vývoje relevantního trhu jako celku lze využít metodu regresní analýzy a extrapolace časové řady vycházející z historického vývoje trhu. Výsledná prognóza je pak získána kombinací obou přístupů a posouzením jejich vhodnosti pro konkrétní případ (Vochozka, Mulač, 2012, s. 131). Prognóza tempa růstu trhu, případně odvětví se tak stává prvním rámcem pro projekci tržeb oceňovaného podniku.

Na prognózu vývoje relevantního trhu navazuje analýza konkurenční síly oceňovaného podniku, jejíž hlavní úlohou je odhadnout budoucí vývoj tržních podílů daného podniku. Prvním krokem je stanovení dosavadních tržních podílů oceňované podniku, dále je prováděna identifikace hlavních konkurentů, na kterou navazuje analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly oceňovaného podniku. V rámci této analýzy se posuzuje, do jaké míry je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a do jaké míry je schopen čelit konkurenci a případným hrozbám. V úzké návaznosti na tento krok je také hodnocena konkurenční síla oceňovaného podniku vzhledem k hlavním konkurentům. Výsledkem těchto kroků je predikce možného vývoje tržního podílu daného podniku (Mařík, 2011a, s. 74–80).

Posledním krokem je prognóza tržeb, který vychází z výsledků z předchozích kroků, a to z analýzy a prognózy relevantního trhu a z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku. Velikost tržeb oceňovaného podniku je tedy vyjádřena jako podíl na obratu trhu jako celku. Kontrolním výpočtem k takto stanovené predikci obratu je extrapolace časové řady vývoje podnikových tržeb v minulosti (Vochozka, Mulač, 2012, s. 135–136). Výsledkem strategické analýzy je jednak předběžný výrok o perspektivnosti oceňovaného podniku, která je dána atraktivitou trhu, na kterém působí a konkurenční silou, kterou vyniká, jednak odhad budoucích tržeb podniku.

Na závěr je nezbytné poznamenat, že součástí strategické analýzy, konkrétně analýzy vnitřního potenciálu podniku, je i finanční analýza. Finanční analýza bývá však zpracovávána relativně podrobně, v oceňovacích posudcích bývá vyčleňována v samostatné části, a proto o ní samostatně pojednává následující podkapitola.

2.3 Finanční analýza

Finanční analýza představuje soubor činností, jejichž úkolem je zjistit a komplexně vyhodnotit finanční situaci podniku. Lze ji považovat za jakousi inventuru současného stavu podniku a jeho dosavadního vývoje s cílem činnost podniku do budoucna zlepšit (Scholleová, 2012, s. 163–198). Finanční analýza v sobě zahrnuje zhodnocení podnikové minulosti, současnosti a predikci budoucích finančních podmínek. Při jejím zpracování je usilováno o identifikaci slabých stránek v podnikovém finančním zdraví, které by mohly pro podnik v budoucnu představovat hrozbu, a silných stránek souvisejících s jejich možným využitím v budoucnu jako příležitosti. Hlavní úlohou finanční analýzy podniku je tak připravit podklady pro kvalitní rozhodování o jeho fungování (Růčková, 2015, s. 9–11).

Mezi základní zdroje informací pro finanční analýzu patří jak účetní závěrka podniku skládající se z rozvahy, výkazu zisku a ztráty (výsledovky) a výkazu o peněžních tocích (výkazu cash flow), tak informace o vlastnících, produktech, technologiích, dodavatelích a odběratelích, struktuře a počtu zaměstnanců. Výsledky finanční analýzy využívají veškeré osoby, které jsou z nějakého důvodu zainteresovány na činnosti podniku (Scholleová, 2012, s. 163). Lze je rozdělit na externí a interní uživatele. Externími uživateli jsou investoři, banky a jiní věřitelé, stát a jeho orgány, zákazníci, dodavatelé, konkurenci, interními uživateli pak manažeři, zaměstnanci, odboráři (Kislingerová, 2010, s. 48).

V rámci oceňování podniku plní finanční analýza dvě základní funkce spočívající v prověření finančního zdraví podniku (ex post analýza) a ve vytvoření základu pro finanční plán (ex ante analýza), z kterého je pak odvozována výnosová hodnota. První funkce hledá odpověď na otázku, jak vypadá finanční situace podniku k datu ocenění, tedy jde o historický vývoj a predikci toho, co lze očekávat v nejbližší budoucnosti. Druhá funkce se snaží využít finanční analýzu jako nástroj, prostřednictvím kterého je z minulého vývoje podniku vytěženo co nejvíce poznatků jako základu pro naplánování hlavních finančních veličin (Růčková, 2015, s. 21). Aby tyto funkce byly naplněny, oceňovatel musí z finanční analýzy vyvodit dva závěry, které se následně promítnou do stanovení hodnoty podniku. V první řadě by měl oceňovatel z finančního pohledu doplnit předběžné vyjádření o perspektivnosti podniku, který již částečně vyplynul ze strategické analýzy. V druhé řadě by měl doplnit podklady pro stanovení rizika podniku, v případě, že ve finančním hospodaření nalezne nějaké výrazné nedostatky či naopak přednosti. K získání přesvědčivé dokumentace pro učinění těchto dvou významných závěrů postupuje oceňovatel v rámci finanční analýzy tak, že nejprve prověřuje úplnost a správnost vstupních údajů, poté sestavuje analýzu základních

účetních výkazů a vyhodnocuje vypočtené poměrové ukazatele, nakonec zpracovává souhrnné zhodnocení dosažených výsledků (Mařík, 2011a, s. 96–97).

„Finanční analýza podniku je pojímána jako metoda hodnocení finančního hospodaření podniku, při které se získaná data třídí, agregují, poměřují mezi sebou navzájem, kvantifikují se vztahy mezi nimi, hledají se kauzální souvislosti mezi daty a určuje se jejich vývoj. Tím se zvyšuje vypovídací schopnost zpracovaných dat, zvyšuje se jejich informační hodnota“ (Sedláček, 2011, s. 3). Pro agregaci a poměrování získaných dat se v rámci finanční analýzy obvykle využívají dvě rozborové techniky – tzv. procentní rozbor a poměrová analýza. Východiskem pro obě techniky jsou absolutní ukazatele, které vycházejí přímo z posuzování hodnot jednotlivých položek účetních výkazů. Hodnoty rozvahy představují stavové veličiny, neboť se vztahují k určitému časovému okamžiku. Naopak hodnoty z výkazu zisku a ztráty v podobě výnosů a nákladů vyjadřují tokové veličiny vztahující se k určitému časovému intervalu. Technika procentního rozboru se opírá o rozbor absolutních vstupních hodnot a vypracování rozboru vertikální (tj. procentní rozbor) a horizontální (tj. výpočet rozdílů a indexů) struktury účetních výkazů. Z rozdílů stavových veličin lze vypočítat rozdílové ukazatele. Poměrová analýza navazující na analýzu vstupních dat pracuje s poměrovými ukazateli, jejichž výpočet je dán podílem dvou položek základních účetních výkazů (Kislingerová, 2010, s. 78–97; Růčková, 2015, s. 41–42).

Pro zpracování finanční analýzy za účelem ocenění podniku je využíváno několik základních technik, mezi které patří (Scholleová, 2012, s. 197–198):

- rozbor absolutních ukazatelů – horizontální a vertikální analýza, bilanční pravidla,
- poměrová analýza – ukazatele rentability, likvidity, aktivity, zadluženosti,
- rozbor rozdílových ukazatelů – analýza pracovního kapitálu,
- souhrnné ukazatele finančního zdraví – bankrotní a bonitní modely.

2.3.1 Horizontální a vertikální analýza účetních výkazů

„Horizontální (vodorovná) analýza sleduje vývoj položek účetních výkazů v čase, hodnotí stabilitu a vývoj z hlediska přiměřenosti ve všech položkách, sílu vývoje“ (Scholleová, 2012, s. 166). Hledá odpověď na otázku o kolik (jednotek či procent) se změnila příslušná položka v čase. Rozbor může být zpracován buď meziročně, kdy jsou srovnávány dvě po sobě jdoucí období, nebo za několik účetních období. Horizontální analýza může být prováděna prostřednictvím podílové či rozdílové analýzy. V rámci podílové analýzy je sledován relativní růst hodnoty položky rozvahy či výkazu zisku a ztráty, který je vyjádřen poměrem hodnoty období n k hodnotě období minulého ($n - 1$). V případě rozdílové analýzy je

sledován absolutní růst položky rozvahy či výkazu zisku a ztráty, který je dán rozdílem položky n a $(n - 1)$, (Scholleová, 2012, s. 166). Nástrojem horizontální analýzy jsou řetězové či bazické indexy⁴.

„Vertikální (svislá) analýza sleduje proporcionalitu položek účetních výkazů vůči základní veličině“ (Scholleová, 2012, s. 166). Hledá odpověď na otázky, zda se při vývoji podniku mění vzájemné proporce jednotlivých položek a zda ve struktuře majetku, kapitálu i tvorby zisku dochází k nějakému vývoji, nebo je stabilní. Vertikální analýza si klade za cíl stanovit podíl jednotlivých položek majetku na celkových aktivech, dále stanovit podíl jednotlivých zdrojů financování na celkových pasivech a nakonec podíl jednotlivých položek výsledovky na tržbách, zejména provozních tržbách (Scholleová, 2012, s. 166). Tržby z provozu totiž představují veličinu nejlépe zobrazující skutečnou velikost obrátu podniku.

Horizontální a vertikální analýzu představující výchozí bod pro tvorbu finančního plánu oceňovaného podniku je vhodné doplnit i rozbohem uplatňování bilančních pravidel.

2.3.2 Bilanční pravidla

Bilanční pravidla představují doporučení pro vyvážené financování. Vedení podniku by se tak těmito pravidly mělo řídit při jeho financování za účelem dosažení dlouhodobé finanční rovnováhy a stability. Zpravidla jsou uváděna čtyři pravidla zahrnující zlaté bilanční pravidlo, pravidlo vyrovnání rizika, pari pravidlo a růstové pravidlo (Kislingerová, 2001, s. 66–67).

Zlaté bilanční pravidlo financování vychází ze sladování časového horizontu majetku podniku s časovým horizontem zdrojů využívaných k financování. Platí, že dlouhodobý majetek je financován vlastním kapitálem a dlouhodobými cizími zdroji (tj. dlouhodobými zdroji), krátkodobý majetek je financován odpovídajícími krátkodobými zdroji (Vochozka, 2011, s. 21). V tomto případě se jedná o tzv. neutrální způsob financování vyjadřující ideální stav, který v praxi zpravidla nenastává. Podnik financující dlouhodobými zdroji i oběžný majetek (krátkodobá aktiva) využívá tzv. konzervativní způsob financování. Tento způsob financování je dražší, avšak méně rizikový. Podnik využívající krátkodobé cizí zdroje i k financování dlouhodobého majetku aplikuje tzv. agresivní způsob financování. Takový způsob financování je sice velmi levný, ale zato rizikový (Scholleová, 2012, s. 75).

⁴ Řetězový index porovnává hodnotu běžného období k hodnotě předchozího období. Řetězové indexy jsou v praxi běžněji využívanější z důvodu vyšší vypovídací schopnosti meziročního srovnání. Bazický index porovnává hodnotu běžného období s výchozím obdobím (se zvolenouází), (Růčková, 2015, s. 115).

Pravidlo vyrovnaní rizika doporučuje, že by podnik měl využívat vlastní i cizí zdroje. Cizí zdroje by však neměly převyšovat zdroje vlastní, v mezním případě mají být zdroje vyrovnané (Kislingerová, 2001, s. 66).

Pari pravidlo říká, že vlastního kapitálu by mělo být méně než dlouhodobého majetku, aby vznikl prostor také pro financování dlouhodobým cizím kapitálem. Rovnost vlastního kapitálu a dlouhodobého majetku je přípustná pouze tehdy, pokud není využíván dlouhodobý dluh (Scholleová, 2012, s. 78).

Růstové pravidlo (poměrové pravidlo) v zájmu udržení dlouhodobé finanční stability doporučuje, aby tempo růstu investic nepřesahovalo tempo růstu tržeb, a to ani z krátkodobého hlediska (Vochozka, 2011, s. 21).

2.3.3 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele jsou základním nástrojem finanční analýzy, neboť umožňují získat rychlou představu o finanční situaci podniku. Dávají do poměrů absolutní hodnoty jednotlivých položek účetních výkazů, čímž umožňují analyzovat vzájemné vazby a souvislosti mezi ukazateli. Pro potřeby finanční analýzy se lze obvykle setkat s ukazateli roztríděnými do skupin podle jednotlivých oblastí hodnocení hospodaření a finančního zdraví podniku. Jsou to především skupiny ukazatelů:

- rentability,
- likvidity,
- aktivity
- a zadluženosti (Knápková, Pavelková a kol., 2013, s. 84).

2.3.3.1 Ukazatele rentability

Rentabilita neboli výnosnost vloženého kapitálu představuje měřítko schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku užitím investovaného kapitálu. Ukazatele rentability dávají do poměru výsledný efekt dosažený podnikatelskou činností se zvolenou srovnávací základnou (Scholleová, 2012, s. 175). Poskytují pozitivní či negativní obraz o vlivu řízení aktiv, financování podniku a likvidity na rentabilitu. Udávají, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč jmenovatele. Mezi nejčastěji používané ukazatele rentability podle Kislingerové (2010, s. 98–100) patří:

- rentabilita aktiv (ROA) = $\frac{\text{EBIT}}{A}$,

- rentabilita vlastního kapitálu (ROE) = $\frac{EAT}{VK}$,
- rentabilita tržeb (ROS) = $\frac{EAT}{\text{tržby}}$,
- rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu (ROCE) = $\frac{EBIT}{VK + \text{dlouhodobé závazky}}$.

Skupinu ukazatelů rentability je vhodné doplnit o tzv. Du Pontovu analýzu, která slouží zejména k odhalení základních faktorů efektivnosti, tedy ke zjištění, jak které veličiny ovlivňovaly celkový výsledek. Nejčastějším rozkladem je dekompozice výnosnosti vlastního kapitálu na výnosnost celkových aktiv, která se skládá z rentability tržeb (ziskové marže) a obratu aktiv, a finanční páku. Du Pontovu rovnici lze pak zapsat ve tvaru:

$$ROE = \frac{EAT}{\text{tržby}} \cdot \frac{\text{tržby}}{A} \cdot \frac{A}{VK} = \frac{EAT}{VK}$$

Z uvedeného rozkladu plyne, že růst hodnoty ROE je dán třemi pákami, a to ziskovou marží, obratem aktiv a finanční pákou. Z rozboru je pak patrné, zda výnosnost vlastního kapitálu vyplývá spíše z vysokých marží a pomalejšího obratu, popřípadě je-li tomu naopak, zda podnik vykazuje spíše nižší marže, ale rychlejší obratovost (Kislingerová, Hnilica, 2008, s. 30; Synek, Kislingerová, 2015, 287–288).

2.3.3.2 Ukazatele likvidity

„*Likvidita je vyjádřením schopnosti podniku přeměnit svá aktiva na peněžní prostředky a těmi krýt včas, v požadované podobě a na požadovaném místě všechny splatné závazky*“ (Kislingerová, 2010, s. 103). Ukazatelé likvidity v podstatě dávají do poměru to, čím je možné platit (čítatel) s tím, co je nutné zaplatit (jmenovatel). Do čitatele jsou dosazovány majtkové položky s různou dobou likvidnosti, tj. přeměnitelnosti na peníze. Likviditu podniku lze hodnotit pomocí tří poměrových ukazatelů (Knápková, Pavelková a kol., 2013, s. 91–92):

- běžná likvidita (likvidita III. stupně) = $\frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}}$,
- pohotová likvidita (likvidita II. stupně) = $\frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}}$,
- okamžitá likvidita (likvidita I. stupně) = $\frac{\text{krátkodobý finanční majetek}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}}$.

Ukazatel běžné likvidity by se měl pohybovat v doporučeném rozmezí 1,5–2,5. Hodnoty pohotové likvidity by měly nabývat hodnot v intervalu 1–1,5. Doporučená hodnota ukazatele

okamžité (hotovostní, peněžní) likvidity by měla být na úrovni 0,2–0,5 (Knápková, Pavelková a kol., 2013, s. 92).

2.3.3.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity „*hodnotí vázanost kapitálu v jednotlivých formách majetku, měří schopnost podniku využívat vložených prostředků*“ (Grünwald, Holečková, 2007, s. 69). Jsou vyjádřeny buď obratovostí (počtem obrátů), nebo dobou obratu jednotlivých položek aktiv, případně pasiv.

Ukazatele obratovosti poskytují informaci o počtu obrátek za určité období, tj. kolikrát se konkrétní položka majetku obrátí za určený časový interval (obvykle za rok). Čím vyšší je počet obrátek, tím kratší dobu je majetek vázán v podniku a zpravidla se zvyšuje zisk (Scholleová, 2012, s. 178). Mezi ukazatele obratovosti patří:

- $\text{obrat aktiv}^5 = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$,
- $\text{obrat zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}}$,
- $\text{obrat pohledávek} = \frac{\text{tržby}}{\text{pohledávky}}$.

Ukazatele doby obratu poskytují informaci o průměrné době trvání (obvykle ve dnech) jedné obrátky majetku. Cílem je co nejvíce zkrátit tuto dobu a zvýšit tak počet obrátek, jinými slovy usilovat o minimalizaci doby obratu a maximalizaci počtu obrátek (Scholleová, 2012, s. 178). Mezi ukazatele doby obratu patří:

- $\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}} \cdot 360$,
- $\text{doba obratu (inkasa) pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby}} \cdot 360$,
- $\text{doba obratu (splatnosti) krátkodobých závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{\text{tržby}} \cdot 360$.

Z rozdílu doby obratu pohledávek a doby obratu závazků lze určit tzv. obchodní deficit. Jinými slovy lze určit, zda podnik úvěruje své odběratele, nebo naopak zda dodavatelé financují provoz podniku. V prvním případě to může představovat potřebu dalších finančních zdrojů, v druhém případě zvýšení volného peněžního toku (Marinič, 2014, s. 81).

⁵ Doporučovaná hodnota ukazatele obratu aktiv by měla být minimálně na úrovni 1.

2.3.3.4 Ukazatele zadluženosti

„Ukazatele zadluženosti slouží jako indikátory výše rizika, jež podnik nese při daném poměru a struktuře vlastního kapitálu a cizích zdrojů. Je zřejmé, že čím vyšší zadluženost podnik má, tím vyšší riziko na sebe bere, protože musí být schopen své závazky splácet bez ohledu na to, jak se mu právě daří“ (Knápková, Pavelková a kol., 2013, s. 84–85). Ukazatele zadluženosti se tedy zabývají vztahem mezi cizími a vlastními zdroji. Vysoká zadluženost však nemusí být ještě negativním jevem podniku. V dobře fungujícím podniku naopak může vysoká finanční páka mít pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu. Za nejdůležitější ukazatele zadluženosti jsou považovány (Knápková, Pavelková a kol., 2013, s. 85–86):

- celková zadluženost⁶ = $\frac{\text{cizí zdroje}}{\text{aktiva celkem}}$,
- dlouhodobá zadluženost = $\frac{\text{dlouhodobé cizí zdroje}}{\text{VK} + \text{dlouhodobé cizí zdroje}}$,
- úrokové krytí⁷ = $\frac{\text{EBIT}}{\text{nákladové úroky}}$.

2.3.4 Analýza pracovního kapitálu

Finanční situaci podniku (zejména jeho likviditu) je vhodné zhodnotit i analýzou rozdílových ukazatelů, a to konkrétně prostřednictvím ukazatele čistého pracovního kapitálu. Čistý pracovní kapitál vychází z pracovního kapitálu, který zahrnuje veškerá oběžná aktiva (zásoby, pohledávky, krátkodobý finanční majetek) používaná v podniku pro zajištění hladkého průběhu jeho hospodářské činnosti. Oběžný majetek je však v rámci čistého pracovního kapitálu snížen o hodnotu krátkodobých cizích zdrojů. „Čistý pracovní kapitál tedy představuje přebytek oběžných aktiv nad krátkodobými dluhy, tedy tu část, která je financována dlouhodobými finančními zdroji. Protože dlouhodobý kapitál není okamžitě splatný, je tato část oběžného majetku k dispozici vedení podniku pro jeho podnikatelskou aktivitu“ (Synek, Kislíngrová, 2015, s. 279–280). Ukazatel čistého pracovního kapitálu lze vyjádřit následujícím vztahem:

$$\text{čistý pracovní kapitál (NWC)} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}.$$

Pro analýzu čistého pracovního kapitálu lze využít poměrové ukazatele v podobě podílu čistého pracovního kapitálu na aktivech či tržbách (Scholleová, 2012, s. 186):

⁶ Doporučená hodnota celkové zadluženosti se pohybuje mezi 30–40 %.

⁷ Minimální doporučená hodnota ukazatele úrokového krytí by měla být 3.

- podíl NWC na aktivech = $\frac{NWC}{A}$,
- podíl NWC na tržbách = $\frac{NWC}{\text{tržby}}$.

Ukazatel podílu NWC na aktivech udává, jak velkou procentní část zaujímá čistý pracovní kapitál na aktivech. Nízká hodnota je riziková, vysoká hodnota je nevhodná z pohledu využívání kapitálu. Pro výrobní podniky se doporučená hodnota pohybuje v rozmezí 10–15 %. Ukazatel podílu NWC na tržbách vyplývá z rostoucích nároků na pracovní kapitál v souvislosti se zvyšujícím se výkonem podniku. Tento ukazatel by se však neměl příliš zvyšovat, neboť jeho rostoucí hodnota signalizuje neefektivní řízení čistého pracovního kapitálu (Scholleová, 2012, s. 186). Stejným způsobem zkonstruované ukazatele lze využít i pro nefinanční pracovní kapitál (NCWC) skládající se ze zásob a pohledávek, tedy z nefinančního majetku potřebného pro provoz podniku.

V rámci analýzy čistého pracovního kapitálu je možné i určit potřebnou výši čistého pracovního kapitálu, kterou odhadneme pomocí obrátového cyklu peněz a průměrných denních výdajů. Obrátový cyklus peněz představuje dobu, která uplyne od platby za nakoupený materiál do okamžiku přijetí inkasa z prodeje hotových výrobků. Čím kratší je tento cyklus, tím menší je potřeba čistého pracovního kapitálu. Obrátový cyklus peněz a následnou potřebu NWC lze vyjádřit následujícími ukazateli (Synek, Kislingerová, 2015, s. 278; Scholleová, 2012, s. 186):

- obrátový cyklus peněz (OCP) = doba obrátu zásob + doba inkasa pohledávek – doba splatnosti krátkodobých závazků,
- potřeba NWC = $\frac{\text{provozní náklady} - \text{odpisy}}{360} \cdot \text{obráťový cyklus peněz}$.

2.3.5 Bankrotní a bonitní modely

Závěry získané z dílčích analýz různých stránek finančního zdraví podniku je vhodné doplnit, potvrdit (či vyvrátit) výsledky tzv. souhrnných indexů hodnocení podniku. Jejich úkolem je poskytnout souhrnný pohled na celkovou finančně ekonomickou charakteristiku situace a výkonnosti podniku prostřednictvím jednoho čísla. Za souhrnné indexy hodnocení jsou považovány bankrotní a bonitní modely. Bankrotní modely mají za cíl zhodnotit firmu podle toho, zda je schopna dostát svým závazkům, jsou významné zejména pro věřitele. Mezi bankrotní modely patří například Altmanův model a index IN05. Bonitní modely jsou využívány k určení míry kvality podniku podle jeho výkonnosti z hlediska tvorby hodnoty,

slouží vlastníkům a investorům. Bonitním modelem je například Kralický Quicktest (Synek, Kopkáně a kol., 2009, s. 184).

2.3.5.1 Altmanovo Z-skóre

Altmanův bankrotní model odhaduje blíží se bankrotu podniku s přibližně dvouletým předstihem prostřednictvím tzv. Z-skóre (Altmanův index). Z-skóre v sobě zahrnuje veškeré významné složky finanční analýzy, tj. rentabilitu, likviditu, zadluženost a strukturu kapitálu. K jednotlivým ukazatelům je navíc přiřazena váha určující jeho důležitost pro podnikové finanční zdraví (Kislingerová, 2010, s. 116). Pokud je hodnota vypočteného Z-skóre vyšší než 2,9, jedná se o finančně zdravou firmu, která v blízké době není ohrožena bankrotem. Pokud se firma nachází v tzv. šedé zóně, znamená to, že hodnota Z-skóre leží v rozmezí 1,23–2,89 a nelze jednoznačně rozhodnout o jejím finančním zdraví. Při hodnotě Z-skóre menším než 1,23 je firma považována za finančně nezdravou a je ohrožena bankrotem. Altmanův index pro podniky neobchodované na kapitálových trzích lze vyjádřit následující rovnicí (Scholleová, 2012, s. 190):

$$Z\text{-skóre} = 0,717 \cdot \frac{NWC}{A} + 0,847 \cdot \frac{RE}{A} + 3,107 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,42 \cdot \frac{VK}{CZ} + 0,998 \cdot \frac{tržby}{A} .$$

2.3.5.2 Index IN05

Index IN05 je bankrotním modelem zkonstruovaným Inkou a Ivanem Neumaierovými s ohledem na české podmínky. Kromě predikce blíží se bankrotu podniku (věřitelské hledisko) také poskytuje informaci o tom, zda je podnik schopen tvořit hodnotu (vlastnické hledisko). Podobně jako Altmanův model je index IN05 složen z několika dílčích ukazatelů mapujících specifické oblasti finančního zdraví podniku a jim přiřazeným vahám. Podnik tvoří hodnotu s pravděpodobností 67 % tehdy, pokud vypočtená hodnota IN05 je vyšší než 1,6. Pokud se index pohybuje v intervalu 0,9–1,6, podnik pak spadá do šedé zóny. Podnik netvoří hodnotu a spěje k bankrotu s pravděpodobností 86 % v případě, že hodnota indexu je nižší než 0,9. Index IN05 má tento tvar (Synek, Kopkáně a kol., 2009, s. 190–191):

$$IN05 = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{NÚ} + 3,97 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{výnosy}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ + KBÚ} .$$

2.3.5.3 Kralický Quicktest

Kralický rychlý test podniku je bonitní model založen na bodovém ohodnocení čtyř poměrových ukazatelů zaměřených na hodnocení finanční stability a výnosnosti podniku.

Jednotlivým ukazatelům jsou podle dosažených výsledků přiřazeny body od 1 (velmi dobrý) do 5 (hrozba insolvence) a výsledná známka je pak vypočítána jako prostý aritmetický průměr bodů za jednotlivé ukazatele (Kislingerová, Hnilica, 2008, s. 74–75). Bonitní firma bude mít průměrnou výslednou známku v intervalu 1–2, naopak firma ohrožena bankrotem se bude mít výslednou hodnotu v rozmezí 3–5. Hodnoty v intervalu 2–3 prezentují podnik v šedé zóně. Používané poměrové ukazatele a stupnici hodnocení ukazatelů v Kralickově Quicktestu znázorňuje tabulka 2.

Tabulka 2 Kralickův Quicktest - stupnice hodnocení ukazatelů

OBLAST	UKAZATEL		STUPNICE HODNOCENÍ (ZNÁMKY)				
			Velmi dobrý 1	Dobrý 2	Střední 3	Špatný 4	Hrozba insolvence 5
Výnosnost podniku	Rentabilita celk. kapitálu	$= \frac{\text{EBIT}}{A}$	> 15 %	> 12 %	> 8 %	< 8 %	záporná
	Podíl provozního CF k tržbám	$= \frac{\text{CF provozní}}{\text{tržby}}$	> 10 %	> 8 %	> 5 %	< 5 %	záporný
Finanční stabilita	Podíl VK na celk. kapitálu	$= \frac{VK}{A}$	> 30 %	> 20 %	> 10 %	< 10 %	záporný
	Doba splácení dluhu	$= \frac{\text{kr. + dl. závazky}}{\text{CF prov.}}$	< 3 roky	< 5 let	< 12 let	> 12 let	> 30 let

Zdroj: Zpracováno podle MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011a, s. 110.

2.4 Tvorba finančního plánu

Před samotnou tvorbou finančního plánu jako podkladu pro ocenění podniku je nezbytné provést jeden přípravný krok. Je jím **rozdělení aktiv podniku na provozně potřebná a nepotřebná**, tedy rozdělení podle významu aktiv pro fungování a chod podniku. Provozně potřebná aktiva označují ta aktiva, která podnik v určité struktuře a velikosti nezbytně potřebuje ke své hlavní podnikatelské činnosti. Jejich začlenění do chodu podniku přispívá k tvorbě hodnoty, podílejí se na generování volného peněžního toku a jejich hodnota je tak do ocenění podniku promítána výnosovým způsobem. Za provozně nepotřebná aktiva lze pak naopak označit tu část majetku, která není používána a negeneruje vůbec žádné, nebo jen malé příjmy, jejich hodnota pak není do výnosového ocenění zahrnována. Jedná se i o taková aktiva, jejichž neprovozní výnosy mají jiný rizikový profil než výnosy provozní a je jim potřeba určit jinou diskontní míru. Mezi provozně nepotřebná aktiva patří především

volné budovy a pozemky, finanční majetek a aktiva nad rámec kapacity výroby. Neprovozní aktiva je tak nezbytné ocenit separátně, přičemž jejich vyčlenění je závislé především na situaci konkrétního podniku a jeho předmětné činnosti. Součet zvláště oceněných provozně nepotřebných aktiv je na závěr oceňovacích prací přičten k výnosové hodnotě podniku (Janíček, Marek, 2013, s. 381; Vochozka, Mulač, 2012, s. 137–138).

Finanční plán pro potřebu ocenění podniku představuje dokument obsahující plánované skutečnosti a výkazy potřebné k použití příslušných modelů oceňování. Obvykle se skládá z plánované rozvahy, výsledovky a výkazu peněžních toků. Jednotlivé výkazy mají podobu ročních agregovanějších účetních výkazů na plánovací horizont tří až pěti let. Tyto výkazy je nezbytné vždy zpracovat při použití některé z výnosových metod oceňování (Vochozka, Mulač, 2012, s. 138).

V rámci tvorby finančního plánu za účelem ocenění podniku je kladen důraz především na ty položky, které mají významný dopad na hodnotu podniku. Jedná se o podnikohospodářské veličiny prokazující perspektivnost podniku, jsou označovány za tzv. generátory hodnoty. Generátory hodnoty jsou vyvozovány v závislosti na užití oceňovací metodě, nejčastěji metodě diskontovaných peněžních toků. Tato metoda pracuje s generátory hodnoty v podobě tržeb, provozní ziskové marže, investic do pracovního kapitálu a investic do dlouhodobého provozně potřebného majetku. Tyto položky tak utvářejí základní kostru plánu finančního vývoje podniku (Mařík, 2011a, s. 125).

Konkrétní technika plánování finančních výkazů spočívá v kombinaci více metod. Mezi nejdůležitější patří metoda procenta tržeb, extrapolace časových řad a propočet z doplňujících údajů. Princip metody procenta tržeb *„spočívá v lineární závislosti vývoje určitých položek na pohybu tržeb z provozní činnosti, tedy na obratu podniku. Tyto položky tudíž tvoří konstantní procentuální podíl na hodnotě provozních tržeb a na této úrovni jsou také zahrnuty do finančního plánu“* (Mulačová, Mulač, 2013, s. 174). Metodu procenta tržeb je tak vhodné využít k naplánování většiny položek výnosů i nákladů, stejně jako prakticky všech položek pracovního kapitálu. Některé položky však procentní závislost na tržbách nevykazují. Za vhodnou alternativu se pak jeví analýza časové řady v minulosti a úsilí o zjištění trendu, který by bylo možné zahrnout i do budoucí projekce. U položek vykazujících značnou kolísavost bez zjevného trendu je nejvhodnější pro celý plánovací horizont použít hodnotu posledního roku či hodnotu průměrnou. Specifická je situace u položek časového rozlišení, nákladových rezerv, opravných položek nebo u položek bezvýznamných pro konečné ocenění, u nichž je technicky nejlepší ponechat ve všech letech konstantní výši dle posledního roku, popřípadě je neplánovat vůbec. Velikost některých

položek není možné přímo naplánovat, jejich stanovení předchází určité propočty. Jedná se především o stanovení odpisů podle velikost dlouhodobého majetku a odpisové politiky, dále určení nákladových úroků v závislosti na výši a ceně úročených cizích zdrojů, určení nerozdělených zisků a fondů z vlastního kapitálu na základě minulých výsledků a uvažované dividendové politiky a také určení výše peněz vyrovnávající přebytek pasiv nad zbývajícími aktivy (Mulačová, Mulač, 2013, s. 174–175).

Po sestavení finančního plánu je žádoucí provést jeho stručnou finanční analýzu, která by měla navazovat na analýzu finančního zdraví oceňovaného podniku provedenou za minulá období. Důvodem je ověření, zda predikovaný finanční vývoj koresponduje s vývojem dosavadním, a tím potvrdit či pozměnit závěry ze strategické a finanční analýzy ohledně předpokládaného budoucího potenciálu podniku (Mařík, 2011a, s. 156).

3 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Současná praxe oceňování podniku nabízí zpracovatelům ocenění široké spektrum metod, které lze použít ke stanovení výsledné, peněžně vyjádřené hodnotě podniku. Základním předpokladem správného ocenění podniku je mít na paměti skutečnost, že neexistuje nejlepší, jediné správné oceňovací metoda. Vhodnost určité metody pro ocenění podniku vždy závisí na účelu ocenění, konkrétní situaci a charakteru oceňovaného podniku a v neposlední řadě i na kvalitě použitých vstupních dat a z nich vyplývajících přesvědčivých výsledků. Je nezbytné vzít také v úvahu, že konečná hodnota podniku by měla být stanovena prostřednictvím alespoň dvou metod oceňování. Teprve porovnáním výsledků jednotlivých použitých metod lze dospět k formulaci jednoznačného závěru jak o vhodnosti výběru konkrétní metody, tak i o výsledné hodnotě podniku (Slavík, 2013, s. 123).

Metody oceňování podniku lze třídit podle jejich principu do tří základních skupin, a to na skupinu metod založenou na výnosovém nebo majetkovém, případně tržním principu. Samostatně je vyčleněna skupina kombinovaných metod, jejichž základem je kombinace výnosového a majetkového principu. Každá skupina metod je založena na rozdílném principu, jsou proto využitelné pouze tehdy, pokud účel ocenění a princip, na němž je metoda založena, jsou v jednotě (Kislingerová, 2001, s. 22–23). Skupiny metod jsou dále členěny na jednotlivé metody. Přehled základních a obvykle nepoužívanějších metod pro ocenění podniku je uveden v tabulce 3.

Tabulka 3 Přehled základních metod pro oceňování podniku

1. Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)
<ul style="list-style-type: none">• metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)• metoda kapitalizovaných čistých výnosů• metoda ekonomické přidané hodnoty
2. Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové metody)
<ul style="list-style-type: none">• metoda účetní hodnoty• metoda substanční hodnoty• metoda likvidační hodnoty
3. Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)
<ul style="list-style-type: none">• ocenění na základě tržní kapitalizace• ocenění na základě srovnatelných podniků• ocenění na základě srovnatelných transakcí• ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu• ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

4. Ocenění na základě kombinaci metod

- Schmalenbachova metoda střední hodnoty
- metoda nadzisku

Zdroj: Zpracováno podle MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011a, s. 37.

Následující podkapitoly se budou těmito metodami pro ocenění samostatného podniku (tzv. going concern) zabývat podrobněji.

3.1 Výnosové metody oceňování podniku

„Výnosové metody odhadují hodnotu na principu současné hodnoty budoucích užitků, které poplynou po datu ocenění držiteli kapitálu investovaného v podniku. Současná hodnota užitků je pomocí diskontování nebo kapitalizace propočtena k datu ocenění“ (Mařík, 2011c, s. 17). Užitky jsou u hospodářských statků, ke kterým je řazen i podnik, chápány jako očekávané výnosy. Výnosy mohou být v závislosti na zvolené metodě vyjádřeny různými veličinami. Mohou vystupovat jako diskontované peněžní toky nebo kapitalizovaný zisk, popřípadě ekonomická přidaná hodnota. Za držitele kapitálu investovaného v podniku lze považovat především poskytovatele vlastního kapitálu, tj. vlastníci a poskytovatele úročeného cizího kapitálu, tj. úročení věřitelé. Nejčastěji aplikovanými výnosovými metodami je metoda diskontovaných peněžních toků, metoda kapitalizovaných čistých výnosů a metoda ekonomické přidané hodnoty (Mařík, 2011c, s. 17–18).

3.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF – Discounted Cash Flow) představuje základní výnosovou metodu, která je v praxi oceňování podniků zároveň nejpoužívanější. Důvodem je, že nejpřesněji odráží teoreticky vymezenou definici hodnoty. Tato metoda *„vychází z toho, že investor měří budoucí užitky z drženého statku (v daném případě z podniku) peněžními toky, tj. veličinou, která skutečně nejreálněji odráží finanční užitky pro investora“* (Mařík, 2011b, s. 17). Metodu DCF je možné aplikovat pouze tehdy, pokud jsou splněny určité předpoklady, které spočívají v efektivním fungování kapitálových trhů, ve skladbě kapitálové struktury tvořené jen vlastním a cizím kapitálem, v existenci jen daně z příjmů a v trvalém investování podniku minimálně do výše odpisů, tj. z pohledu going concern principu (Kislingerová, 2001, s. 157).

Metoda DCF vyjadřuje užitky plynoucí z podniku jako tzv. **volné peněžní toky** (FCF – Free Cash Flow). Volné peněžní toky jsou rozlišovány podle toho, pro koho jsou určeny. Je tedy rozlišován volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele, tj. peněžní tok do firmy jako celku (FCFF – Free Cash Flow to the Firm) a volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE – Free Cash Flow to the Equity), (Kislingerová, 2001, s. 160).

Metoda DCF existuje v několika variantách, které se od sebe odlišují nejen vymezením volných peněžních toků (tj. pohledem, pro kterého investora jsou tyto toky určeny), ale i diskontní mírou (tj. z pohledu jakého investora je požadavek na zhodnocení jím vloženého kapitálu určován). Dále se také vzájemně liší bezprostředním výsledkem plynoucím z diskontování volných peněžních toků (tj. hodnota jakého kapitálu je diskontováním získána), a s tím bezprostředně související technikou výpočtu výnosové hodnoty podniku (tj. jakým způsobem dospějeme k hodnotě vlastního kapitálu neboli k hodnotě čistého obchodního majetku), (Mařík, 2011b, s. 18). Jsou rozlišovány tyto varianty (Poláček, Attl, 2006, s. 147):

- metoda DCF entity – entity = jednotka označující podnik jako celek,
- metoda DCF equity – equity = vlastní kapitál,
- metody DCF APV – adjusted present value = upravená současná hodnota.

Metoda DCF entity pracuje s volnými peněžními toky, které jsou k dispozici pro vlastníky i věřitele. Diskontní míra je určena na úrovni vážených průměrných nákladů kapitálu. Výpočet hodnoty vlastního kapitálu probíhá ve dvou krocích. V prvním kroku získáme prostřednictvím diskontování volných peněžních toků hodnotu podniku jako celku, tedy brutto hodnotu. Tuto hodnotu ve druhém kroku snížíme o hodnotu úročeného cizího kapitálu ke dni ocenění a dostaneme hodnotu vlastního kapitálu, tedy netto hodnotu.

Metoda DCF equity vychází z volných peněžních toků určených pouze vlastníků podniku. Diskontní míra je vymezena na úrovni nákladů vlastního kapitálu při konkrétním stupni zadlužení podniku. Diskontováním peněžních toků dostáváme přímo hodnotu vlastního kapitálu. Hodnota podniku je tedy vypočítána přímo jako netto hodnota.

Metoda DCF APV kalkuluje volné peněžní toky při předpokladu nulového zadlužení podniku, tedy na úrovni FCFF. Diskontní míra je vymezena na úrovni nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení. Hodnota vlastního kapitálu je stanovována ve dvou krocích, podobně jako metoda DCF entity. V prvním kroku je zjišťována hodnota podniku jako celku (hodnota brutto). Brutto hodnota je dána součtem výnosové hodnoty nezadluženého podniku, která je získána diskontováním volných peněžních toků, a současné hodnoty budoucích daňových štítů plynoucích z nákladových úroků za předpokladu částečného

financování podniku úročeným cizím kapitálem. Diskontní míra pro určení současné hodnoty úrokových daňových štítů je pak zvolena na úrovni nákladů cizího kapitálu. Ve druhém kroku se od brutto hodnoty odečte hodnota cizího úročeného kapitálu k datu ocenění a výsledkem je netto hodnota (Mařík, 2011c, s. 18–19; Poláček, Attl, 2006, s. 147–148).

3.1.1.1 Metoda DCF entity

Metoda DCF ve variantě entity je v současnosti nejrozšířenější metodou pro oceňování podniku vůbec, nachází oblibu jak v oceňovací praxi, tak v odborné literatuře. „*Tato varianta je konstruována z pohledu vlastníků a úročených věřitelů, tj. z pohledu všech investorů poskytujících podniku explicitně zpoplatněný kapitál. Proto i volné peněžní toky představují toky, které plynou jak vlastníkům, tak úročeným věřitelům*“ (Mařík, 2011b, s. 18). Zpravidla se pro ně užívá pojem volné peněžní toky do firmy (FCFF). Těmito toky jsou všechny provozní peněžní toky, které podnik vytváří ze svého provozního majetku. Po zajištění rozvoje a dalších činností podniku vyjádřených prostřednictvím investic a změny pracovního kapitálu, z nich mohou být uspokojovány nároky vlastníků (akcionářů) a věřitelů. FCFF lze matematicky vyjádřit:

$$FCFF = EBIT \cdot (1 - t) + ODP - \Delta WC - INV,$$

- kde
- FCFF – volný peněžní tok do firmy,
 - EBIT – zisk před úroky a zdaněním,
 - t – daňová sazba,
 - ODP – odpisy,
 - ΔWC – změna čistého pracovního kapitálu (zvýšení –, snížení +),
 - INV – investice do investičního majetku, tj. stálých aktiv (Slavík, 2013, s. 120).

FCFF kromě čistého zisku pro vlastníky a odpisů obsahuje i zdaněné úroky, tedy čistý výnos pro věřitele, dále je zmenšen o změnu čistého pracovního kapitálu a o investice, se kterými je počítáno i v budoucích obdobích. Tím, že je použit zisk před úroky a zdaněním (EBIT), vyřazuje se vliv způsobu financování, tedy vliv užití cizího kapitálu (Synek, Kislíngrová, 2015, s. 160).

Hodnota podniku z volných cash flow je v praxi nejčastěji počítána prostřednictvím tzv. **dvoufázové metody**. Důvodem je předpoklad trvalé existence podniku (předpoklad going concern), přičemž plánovat peněžní toky pro všechna léta až do nekonečna je prakticky nemožné. Tento problém je vyřešen rozdělením budoucnosti do dvou fází. První

fáze představuje období, pro které je oceňovatel schopen zpracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta, tedy vypracovat roční finanční plány a individuálně vypočítat FCFF diskontované pomocí diskontní míry k datu ocenění. Další fáze zahrnuje období od konce první fáze do nekonečna, pro které již není účelné zpracovávat jednotlivé finanční plány. V této fázi je vycházeno z předpokladu stabilního a trvalého růstu volného peněžního toku. Druhá fáze je tak označována jako pokračující (terminální, reziduální) hodnota a vyjadřuje současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna (Mařík 2011a, s. 178–179). Z hlediska doby trvání první a druhé fáze neexistuje žádné pravidlo, které by vedlo ke správnému vymezení jejich délky. Platí však, že čím kratší trvání má první fáze, tím větší význam má na výsledné hodnotě fáze druhá. Obecně je doporučováno, aby se délka první fáze pohybovala v rozmezí tří až šesti let (Kislingerová, 2001, s. 168–169).

Při stanovování hodnoty podniku v časovém období do pěti let vyjadřuje jeho současnou hodnotu suma diskontovaných volných peněžních toků (FCFF). **Hodnotu podniku jako celku** lze pak vyjádřit pomocí obecného vztahu (Nývtová, Marinič, 2010, s. 184; Mařík, 2011a, s. 178):

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t},$$

- kde H_b – hodnota podniku jako celku, hodnota brutto,
 $FCFF_t$ – volné peněžní toky do firmy v roce t ,
 $WACC$ – vážené průměrná náklady kapitálu (diskontní míra)⁸,
 n – počet let předpokládané existence podniku.

V případě, že podnik bude vykazovat **stabilní růst**, který vychází z předpokladu konstantní výše budoucích volných peněžních toků po celou dobu existence podniku, je možné stanovit hodnotu podniku dle vzorce (Kislingerová, 2001, s. 170):

$$H_b = \frac{FCFF_1}{WACC - g},$$

- kde $FCFF_1$ – volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v prvním roce,
 g – tempo růstu udržitelné do nekonečna⁹.

⁸ Metoda DCF entity pracuje s volným peněžním tokem, který je určen pro vlastníky i věřitele (FCFF). Tuto skutečnost musí odrážet i diskontní míra, musí být tedy stanovena na úrovni vážených průměrných nákladů kapitálu (WACC), (Kislingerová, 2001, s. 169).

⁹ Odhad tempa růstu je v praxi ztotožňován s tempem růstu ekonomiky, veličina g se bude tak odvíjet od tempa růstu HDP (Mařík, 2011a, s. 185).

Pokud je hodnota podniku stanovována v časovém období delším než pět let¹⁰, pak je nezbytné po pěti letech počítat s tzv. pokračující hodnotou a aplikovat **dvoufázovou metodu**. Hodnota podniku podle dvoufázové metody je stanovena na základě vztahu (Nývtová, Marinič, 2010, s. 184; Mařík, 2011a, s. 178):

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{PH}{(1+WACC)^T},$$

kde T – délka první fáze v letech,

PH – pokračující hodnota.

První část rovnice představuje hodnotu FCFF za první fázi a druhá část rovnice vyjadřuje hodnotu FCFF za druhou fázi označovanou jako pokračující hodnota. **Pokračující hodnota** je stanovována na principu tzv. Gordonova vzorce, avšak pouze při platnosti podmínky, že $WACC_{T+1} > g$ (Nývtová, Marinič, 2010, s. 184; Mařík, 2011a, s. 183):

$$PH \text{ v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC - g},$$

kde T – poslední rok prognózovaného období,

FCFF_{T+1} – volné cash flow do firmy v prvním roce druhé fáze, vyjádřené prostřednictvím vztahu $FCFF_{T+1} = FCFF_T \cdot (1 + g)$,

g – předpokládané tempo růstu FCFF ve druhé fázi.

Gordonův vzorec je možné aplikovat i v případě nulového tempa růstu. V takovém případě dostáváme výpočet tzv. **věčné renty** (Mařík, 2011a, s. 185):

$$PH \text{ v čase } T \text{ při nulovém růstu} = \frac{FCFF_T}{WACC},$$

kde FCFF_T – volný peněžní tok do firmy v posledním roce první fáze.

Výše zmíněnými postupy získáme „provozní“ hodnotu podniku. Tato hodnota je „získána diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavního provozu podniku, tzn. peněžních toků, které neberou v úvahu investice do majetku, který není provozně nutný, ani výnosy a náklady spojené s takovým majetkem“ (Mařík, 2011a, s. 177). K získání **výsledné**

¹⁰ Tato doba může mít i jiné trvání – záleží na délce trvání období, po které je zpracovatel ocenění schopen relativně přesně naplánovat ekonomické veličiny vztahující se k oceňovanému podniku (Nývtová, Marinič, 2010, s. 184).

hodnoty vlastního kapitálu (čistého obchodního majetku) oceňovaného podniku je nezbytné učinit závěrečné kroky výpočtu (Mařík, 2011a, s. 201):

$$\begin{array}{l}
 \text{Hodnota podniku brutto („provozní“)} \\
 - \text{Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)} \\
 \hline
 = \text{Hodnota vlastního kapitálu („provozní“)} \\
 + \text{Hodnota provozně nepotřebeného majetku (ke dni ocenění)} \\
 \hline
 = \text{Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku.}
 \end{array}$$

3.1.1.2 Metoda DCF equity

Metoda DCF ve variantě equity bezprostředně vyčísluje hodnotu vlastního kapitálu, a to prostřednictvím volných peněžních toků pro vlastníky (FCFE). Pokud je podnik financován vlastním i úročeným cizím kapitálem, pak se v peněžním toku musí promítnout snížení peněžního toku o část určenou věřitelům. Tato metoda je v praxi využívána pro stanovení netto hodnoty podniků, které mají ustálenou finanční páku, tedy stabilizovanou strukturou financování. FCFE lze matematicky vyjádřit:

$$FCFE = EBIT \cdot (1 - t) + ODP - \Delta WC - INV - SPL,$$

- kde
- FCFE – volný peněžní tok pro vlastníky,
 - EBIT – zisk před úroky a zdaněním,
 - t – daňová sazba,
 - ODP – odpisy,
 - ΔWC – změna čistého pracovního kapitálu (zvýšení –, snížení +),
 - INV – investice do investičního majetku, tj. stálých aktiv,
 - SPL – splátka úročeného cizího kapitálu (Kislingerová, 2001, 162–173).

Volné peněžní toky pro vlastníky jsou následně diskontovány náklady vlastního kapitálu, které odpovídají dané míře zadlužení podniku. Výsledkem je výnosová hodnota vlastního kapitálu, která je v případě **dvoufázové metody** s využitím Gordonova modelu stanovena na základě následujícího vzorce (Mařík, 2011a, s. 206):

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{r_e - g} \cdot \frac{1}{(1 + g)^T},$$

- kde
- H_n – hodnota podniku netto,
 - $FCFE_t$ – volný peněžní tok pro vlastníky v roce t ,

- T – počet let první fáze,
- r_e – náklady vlastního kapitálu při dané míře zadlužení (diskontní míra)¹¹,
- g – předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi.

K netto hodnotě podniku by dále byla už jen přičtena hodnota provozně nepotřebného majetku k datu ocenění, pokud by se takový majetek v podniku vyskytoval.

3.1.1.3 Diskontní míra pro metodu DCF

Diskontní míra v rámci metody DCF sehrává důležitou roli, neboť významným způsobem ovlivňuje výslednou hodnotu podniku. Do hodnoty podniku se tak skrz ní promítá faktor času i rizika. Diskontní míra představuje technický nástroj, který převádí budoucí výnosy na současnou hodnotu. Dále je ekonomickou veličinou, která vyjadřuje očekávanou výnosnost investice do oceňovaného podniku v čase a zohledňuje i míru rizika, která je s touto investicí spojena. Adekvátnost tohoto očekávání je odvozována z možnosti dosáhnout při stejném riziku určitých výnosů alternativním způsobem, například na kapitálovém trhu (Kislingerová, 2001, s. 174; Marek, 2009, s. 535). Očekávaná výnosnost investora zároveň představuje náklady na kapitál z pohledu oceňovaného podniku. Z tohoto důvodu je při výnosovém ocenění diskontní míra stanovována na úrovni nákladů kapitálu. Na základě toho, z pohledu kterých investorů a kterého kapitálu je výnosnost posuzována, jsou rozlišovány tři základní možnosti, a to náklady cizího kapitálu, náklady vlastního kapitálu a vážené průměrné náklady kapitálu (Mařík, 2011b, s. 263).

Při metodě DCF je doporučováno používat diskontní míru na úrovni **vážených průměrných nákladů kapitálu** (WACC – Weighted Average Cost of Capital). Vzhledem k tomu, že je nejprve počítána hodnota podniku jako celku, diskontní míru je také nezbytné vztáhnout jak ke kapitálu vlastnímu, tak i k podstatné části kapitálu cizího. Náklady kapitálu se tak v tomto případě shodují s příjmy, které investoři očekávají ze svých investic do podniku při odpovídajícím riziku. Je nezbytné však podotknout, že nejde primárně o reálné příjmy, ale o náklady ušlé příležitosti (Marek, 2009, s. 535). Obecně však platí, že *„čím větší riziko představuje pro investory vložení kapitálu do společnosti, tím vyšší je hranice výnosnosti, kterou musí společnost dosáhnout, aby vytvářela hodnotu; a tím vyšší jsou i náklady na kapitál“* (Kislingerová, 2010, s. 392).

¹¹ Metoda DCF equity pracuje s volným peněžním tokem, který je určen pouze pro vlastníky (FCFE). Tuto skutečnost musí odrážet i diskontní míra, která je dána odhadem nákladů na vlastní kapitál při konkrétní míře zadlužení podniku (r_e).

Velikost nákladů na kapitál je určována pomocí váženého aritmetického průměru nákladových položek. Průměrné náklady kapitálu tedy obsahují náklady vlastního kapitálu a náklady cizího kapitálu, kdy vahami jednotlivých položek jsou podíly vlastního kapitálu a cizího kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Vzorec pro stanovení vážených průměrných nákladů kapitálu má tak tento tvar:

$$WACC = r_e \cdot \frac{E}{C} + r_d \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{C},$$

kde	WACC	– vážené průměrné náklady kapitálu,
	r_e	– náklady na vlastní kapitál,
	r_d	– náklady na cizí kapitál,
	E	– velikost vlastního kapitálu,
	D	– velikost cizího úročeného (zpoplatněného) kapitálu,
	C	– velikost celkového investovaného kapitálu ($C = E + D$) ¹² ,
	t	– sazba daně z příjmů (Vochozka, Mulač, 2012, s. 147).

Náklady cizího kapitálu představují úroky, které podnik platí svým věřitelům za poskytnutý kapitál k realizaci jeho podnikatelské činnosti, snížené o tzv. daňový štít (úroky jsou daňově uznatelným nákladem). „*Náklady na cizí kapitál jsou počítány jako vážený průměr z efektivních úrokových měr připadajících na jednotlivé druhy cizího kapitálu. Může se jednat zejména o bankovní úvěry, dluhopisy, leasing, případně další formy*“ (Mařík, 2011b, s. 264). Náklady cizího kapitálu lze odhadnout i na základě podílu nákladových úroků a výše bankovních úvěrů dlouhodobých (Kislingerová, 2010, s. 391).

Náklady vlastního kapitálu je možné definovat jako „*nerealizované výnosy, který by vlastníci inkasovali v případě, že by namísto stávající podnikatelské činnosti svůj kapitál vložili do nejlepšího alternativního stejně rizikového projektu*“ (Vochozka, Mulač, 2012, s. 149). Odhad nákladů na vlastní kapitál tak vyjadřuje výnosové očekávání investorů s přihlédnutím na míru rizika, která je s touto investicí spojena. Pro jejich stanovení je nejčastěji využíván tzv. **model oceňování kapitálových aktiv** (model CAPM – Capital Asset Pricing Model). Základní rovnice tohoto modelu slouží pro odvozování očekávané výnosnosti akcií, které jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu. Oceňování podniku si tento model zapůjčuje a čerpá z toho, že výnosnost akcie může současně sloužit jako náklad vlastního kapitálu podniku. Hlavním pozitivem přitom je, že tato výnosnost je odvozována

¹² Vlastní a cizí kapitál by měl být do vzorce zahrnut ve své tržní hodnotě. Vzhledem k nedostatečné rozvinutosti kapitálového trhu v České republice se však používají zejména účetní hodnoty jednotlivých složek kapitálu (Kislingerová, 2001, s. 177).

od dat z kapitálových trhů. Náklady vlastního kapitálu jsou tak odhadovány podle následujícího tvaru rovnice CAPM:

$$r_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f),$$

- kde r_e – náklady vlastního kapitálu (původní význam této veličiny je očekávaná výnosnost konkrétní akcie na trhu),
 r_f – bezriziková výnosová míra,
 β – koeficient vyjadřující relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu,
 r_m – průměrná výnosnost kapitálového trhu,
($r_m - r_f$) – průměrná riziková premie kapitálového trhu (Mařík, 2011b, s. 311).

Model se skládá z třech hlavních složek, a to z bezrizikové výnosnosti, průměrné rizikové premii kapitálového trhu a koeficientu beta. Za **bezrizikovou výnosovou míru** je nejčastěji doporučováno použít úrokovou míru desetiletých státních dluhopisů. I přestože obecně zcela žádná bezriziková aktiva neexistují, za velmi málo rizikové se považují právě státní dluhopisy, popřípadě státní pokladniční poukázky (Pavelková, Knápková, 2012, s. 168).

Tržní riziková premie je dána rozdílem dlouhodobé úrovně výnosnosti akcií na kapitálovém trhu (r_m), kdy je pro tento účel obvykle využít některý tržní akciový index (v ČR například index PX50), a průměrné úrovně výnosnosti státních dluhopisů (r_f), (Mařík, 2011a, s. 219). Pro odhad tržní rizikové premie je nejvhodnější zvolit její doporučenou hodnotu na základě hodnocení země u nejznámějších ratingových agentur (např. Standard & Poor's, Moody's), (Vochozka, Mulač, 2012, s. 151).¹³

Koeficient beta vyjadřuje relativní riziko konkrétního podniku oproti riziku kapitálového trhu jako celku. Podnik je stejně rizikový jako trh, pokud koeficient beta nabývá hodnoty jedna. Pokud je beta menší než jedna, pak je podnik méně rizikový. Naopak pokud je beta větší než jedna, podnik je nadprůměrně rizikový. Vynásobením koeficientu beta a průměrné rizikové premie trhu získáme rizikovou premii daného podniku. V této premii je však zahrnuta odměna jen za systematické (tržní) riziko, neboť je předpokládána možnost diverzifikace investic do akcií různých podniků. Pro odhad koeficientu je často využívána tzv. metoda analogie, která umožňuje využít beta podobných podniků, které jsou obchodovány nebo využít beta za určité odvětví. Vzhledem k tomu, že se podniky navzájem

¹³ Přehled tržních rizikových premií pro jednotlivé evropské státy uvádí popřípadě i na svých webových stránkách pravděpodobně nejznámější americký odborník na oceňování podniků prof. A. Damodaran.

lišší kapitálovou strukturou, je nezbytné tak zohlednit vliv kapitálové struktury podniku na β podniku. Vliv zadlužení lze vyjádřit následujícím způsobem:

$$\beta_{leveraged} = \beta_{unleveraged} \cdot \left(1 + (1 - t) \frac{D}{E} \right),$$

- kde $\beta_{lev.}$ – β vlastního kapitálu u zadlužené firmy (beta zadlužená),
 $\beta_{unlev.}$ – β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení (beta nezadlužená)¹⁴,
D – cizí kapitál,
E – vlastní kapitál,
t – daňová sazba (Mařík, Maříková, 2007, s. 116–124).

3.1.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

V rámci metody ekonomické přidané hodnoty (EVA – Economic Value Added) jsou užitky měřeny ekonomickou přidanou hodnotou. EVA představuje čistý výnos z provozní činnosti podniku, který je snížen o náklady na cizí i vlastní kapitál. Hodnotu EVA lze vypočítat na základě obecného vztahu:

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC,$$

- kde NOPAT – zisk z operační činnosti podniku po dani,
C – kapitál vázaný v operačních aktivech (zde nahrazen termínem NOA),
WACC – průměrné vážené náklady kapitálu (Mařík, 2011a, s. 284).

Kapitál je zde brán jako hodnota vázaná v aktivech nezbytných pro operační činnost podniku (tj. pro hlavní provoz podniku), tedy pro dosažení operačního zisku. Tato hodnota je pak z pohledu strany aktiv označována jako čistá operační aktiva (NOA – Net Operating Assets). Operační aktiva by měla být v určité symetrii s výsledkem hospodaření z operační činnosti. NOPAT by tak měl zahrnovat pouze ty výnosy a náklady, které s operačními aktivy souvisejí (Mařík, 2011a, s. 284).

Metodu EVA pro výnosové ocenění podniku, podobně jako metoda DCF, lze používat ve třech variantách, a to ve variantě entity, equity nebo APV. V praxi je nejvíce používaná **metoda EVA entity**, kdy je nejprve vypočítána hodnota aktiv, tedy hodnota pro vlastníky i věřitele. Následně je po odečtení úročených cizích zdrojů k okamžiku ocenění získána hodnota vlastního kapitálu, tedy hodnota pouze pro vlastníky (Mařík, 2011a, s. 295).

¹⁴ Beta nezadlužená by měla být závislá na odvětví a provozní páce. Hodnoty nezadlužené beta pro jednotlivá odvětví uvádí například prof. A. Damodaran na svých webových stránkách.

Hodnotu vlastního kapitálu metodou EVA entity lze stanovit na základě následujícího vztahu (Pavelková, Knápková, 2012, s. 223):

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC-g} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^T} - D_0 + A_0,$$

kde H_n – hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu,
 NOA_0 – čistá operativní aktiva k datu ocenění,
 T – počet let explicitně plánovaných hodnot EVA,
 D_0 – hodnota úročených dluhů k datu ocenění
 A_0 – neoperativní aktiva k datu ocenění,
 $WACC$ – vážené průměrné náklady na kapitál,
 g – průměrné roční tempo růstu EVA.

Hodnota podniku je stanovována opět prostřednictvím dvoufázové metody, neboť prognóza zisku na dlouhou dobu dopředu není v případě většiny podniků reálná. Hodnota podniku je vyjádřena součtem hodnoty čistých operativních aktiv k datu ocenění, diskontované hodnoty EVA pro první fázi a trvalé renty na základě odhadu stabilní výše EVA pro druhou fázi, která je převedena na aktuální hodnotu výchozího momentu plánování. Budoucí hodnoty EVA jsou převedeny na současnou hodnotu diskontní mírou na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC), (Pavelková, Knápková, 2012, s. 223).

3.1.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je zpravidla konstruována jako metoda typu netto (nebo equity). Užítky při této metodě jsou vyjádřeny v podobě čistých výnosů, tedy v podobě zisků k rozdělení mezi vlastníky. Diskontní míra je tak stanovována na úrovni nákladů na vlastní kapitál při konkrétní míře zadlužení. Bezprostředním výsledkem této metody je přímo hodnota vlastního kapitálu (Mařík, 2011c, s. 19).

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů se opírá o minulé výsledky. Základem jsou výkazy výsledovky a rozvahy za poslední období v horizontu tří až pěti let. Časová řada minulých hospodářských výsledků je upravována na srovnatelnou reálnou úroveň a vytváří tak podklad pro výpočet tzv. **odnímatelného čistého výnosu**. Odnímatelný čistý výnos představuje velikost prostředků, které mohou být rozděleny vlastníkům. Tyto prostředky

mohou být rozděleny, aniž by byla narušena majetková podstata podniku (Poláček, Attl, 2006, s. 148).

Pro propočet výnosové hodnoty je využívána paušální nebo analytická metoda kapitalizovaných čistých výnosů. **Paušální metoda** je využívána u podniků, která mají určitou minulost, ale jejich budoucnost je velmi obtížně předpověditelná. Je možné ji využít i tam, kde v minulých obdobích podnik nevykazuje žádné značné růstové tendence. V ostatních případech je vhodnější aplikovat metodu analytickou, která je dle současných oceňovacích standardů považována za základ. **Analytická metoda** představuje takový postup, při kterém je výnosové ocenění postaveno na prognóze budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. Je tak obdobou metody DCF, přičemž očekávaný výnos není počítán z peněžních toků, ale z upravených hospodářských výsledků. Je-li k dispozici řada budoucích odnímatelných čistých výnosů a je uvažována trvalá existence podniku (going concern), je možné uplatit dvoufázovou metodu k určení netto hodnoty podniku:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \cdot \frac{1}{(1 + i_k)^T},$$

- kde H_n – hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu,
 $\check{C}V_t$ – odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy,
 T – délka období, po které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos (tj. délka první fáze),
 $T\check{C}V$ – trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi uvažovaného horizontu při stabilní úrovni odnímatelných čistých výnosů,
 i_k – diskontní míra na úrovni vlastního kapitálu (Mařík, 2011a, s. 270–275).

3.2 Majetkové metody oceňování podniku

„Základní princip majetkových metod spočívá v tom, že jsou oceněny jednotlivé majetkové položky podniku a hodnota podniku brutto je pak tvořena součtem hodnot těchto jednotlivých identifikovatelných majetkových položek. Hodnotu netto pak získáme odečtením všech závazků, které připadají v úvahu“ (Mařík, 2011c, s. 22). Majetkové metody zásadně pracují se stavovými veličinami, na podnik nahlíží optikou účetního výkazu rozvaha. Za nejobvyklejší majetkové metody je považováno ocenění účetní hodnotou, substanční hodnotou a likvidační hodnotou. Tyto metody se vzájemně liší podle toho, v jakých cenách jsou majetkové položky oceněny.

3.2.1 Účetní hodnota

Metoda účetní hodnoty představuje nejjednodušší způsob stanovení hodnoty podniku, neboť na podnik nahlíží jako na majetek, jehož cenu stanovuje na základě údajů z účetnictví (Synek, 2011, s. 66). Hledá odpověď na otázkou, za kolik byl majetek skutečně pořízen. Majetek je v tomto případě zachycen v účetních, tedy historických cenách. Netto hodnota podniku je pak vyjádřena hodnotou vlastního kapitálu, která je získána z rozdílu celkového majetku a cizích zdrojů, uvedeného v rozvaze (Marek, 2009, s. 546; Mařík, 2011a, s. 324).

Ocenění na základě účetní hodnoty je jednoduché a průkazné, avšak výsledek je často velmi vzdálen od tržní hodnoty podniku. Z tohoto důvodu je využíváno pouze jako doplňková informace. Účetní ocenění slouží především jako základ pro porovnání s výsledky ocenění jiných metod oceňování. Popřípadě je využitelné i v rámci metody tržního porovnání (Marek, 2009, s. 546; Mařík, 2011a, s. 324).

3.2.2 Substanční hodnota

Metoda substanční hodnoty také vychází z účetnictví, avšak jednotlivá aktiva přeceňuje za předpokladu trvalého fungování podniku, tedy z pohledu going concern principu. Substanční metoda „*stanoví cenu na základě reprodukčních cen všech majetkových složek podniku opravených o odpisy odpovídající stáří těchto složek*“ (Synek, 2011, s. 66). Hledá odpověď na otázku, kolik by stálo znovuvybudování oceňovaného podniku přesně v tom stavu, v jakém je k okamžiku ocenění. Výsledkem ocenění je tzv. substanční hodnota v užším slova smyslu (neúplná či úplná) v podobě brutto či netto. Substanční hodnota brutto je získána v případě, jsou-li zjištěny aktuální reprodukční ceny stejného či podobného majetku snížené o případné opotřebení. Jedná se tedy o hodnotu znovupořízení aktiv podniku. Pokud tuto hodnotu snížíme o dluhy, dostaneme substanční hodnotu netto, tedy hodnotu vlastního kapitálu. Úplná substanční hodnota podniku ve srovnání s neúplnou substanční hodnotou zahrnuje navíc ocenění veškerých nehmotných aktiv podniku zahrnující jak patenty, ochranné známky, tak ale i know how, pověst podniku, kvalifikace personálů a podobně. Tuto hodnotu je v praxi možné zjistit jen ve výjimečných případech (Mařík, 2011a, s. 324–325; Mařík, 2011c, s. 23).

V rámci metody substanční hodnoty, stejně jako při výnosových metodách ocenění, je nezbytné rozlišovat majetek nezbytný pro vlastní provoz podniku, tedy majetek provozně nutný a nenutný. Majetek potřebný k provozu je zde oceňován reprodukčními cenami, tedy cenami znovupořízení. Tento přístup je někdy označován jako nákladové ocenění. U provozně nepotřebného majetku není třeba zjišťovat, za kolik by se dal pořídit, naopak

nás zajímá, za kolik by bylo možné ho odprodat. Tento majetek je tak oceňován na základě likvidační hodnoty, tedy na základě odhadu pravděpodobného výnosu z prodeje (Marek, 2009, s. 546–547; Mařík, 2011a, s. 325).

Kislingerové (2001, s. 142) uvádí, že substanční hodnota je v praxi využitelná zejména u podniků mající narušené finanční zdraví, dále u podniků disponujícími speciálním majetkem, který nelze využít pro jinou činnost nebo u podniků, které nemají jasně stanovený podnikatelský záměr. Podle Maříka (2011a, s. 327) lze substanční hodnotu využít přímo jako základ ocenění pouze za situace, kdy dochází k zásadní změně ve vývoji podniku. Je třeba však zdůraznit, že substanční hodnota by zde sloužila jako subjektivní (investiční) ocenění podniku. Pokud by byla určena úplná substanční hodnota, představovala by tak horní hranici ocenění podniku.

3.2.3 Likvidační hodnota

Metoda likvidační hodnoty vychází z předpokladu, že podnik ukončí svoji činnost (nesplňuje going concern princip) a že majetek podniku bude určitým způsobem rozdělen, rozprodán, popřípadě zlikvidován. V rámci této metody se hledá odpověď na to, za kolik by se stávající majetek dal prodat. Likvidační hodnotu lze definovat jako množství peněz získaných prodejem jednotlivých majetkových částí podniku. Stanoví se jako součet prodejních cen individuálně prodaných aktiv snížených o veškeré závazky podniku a o náklady na likvidaci (např. náklady na insolvenčního správce, odstupné zaměstnancům, náklady spojené s vlastním prodejem majetku). Tímto postupem získáme likvidační hodnotu podniku netto. Tato hodnota je právě cílem ocenění, neboť vyjadřuje sumu těch prostředků, které vlastníkům po celém procesu likvidace zbydou (Kislingerová, 2001, s. 143; Vochozka, Mulač, 2012, s. 162).

Likvidační hodnota představuje dolní hranici ocenění podniku. V případě, že je výnosové či jiné ocenění podniku nižší než zjištěná likvidační hodnota, pak je likvidační hodnota považována za základ pro výsledné ocenění podniku. Metoda likvidační hodnoty bývá označována i za výnosovou metodu, protože hodnota podniku je určována na základě předpokládaných příjmů z likvidace. Přičemž se zde však nejedná o příjmy z podniku jako celku, ale o příjmy z prodeje či likvidace jednotlivých položek majetku (Mařík, 2011a, s. 322–323).

3.3 Tržní metody oceňování podniku

Metody založené na analýze trhu vyvozují hodnotu podniku přímo z dat o hodnotách na trhu. Trh přitom představuje zejména trh s podniky, s vlastnickými podíly v podnicích a trh kapitálový. Ocenění podniku je možné odvodit buď přímo na základě dat kapitálového trhu, nebo na základě tržního porovnání, a to nejčastěji pomocí porovnání se srovnatelnými podniky (Mařík, 2011c, s. 22).

3.3.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

Tato metoda je aplikovatelná pouze u akciových společností, jejichž akcie jsou veřejně obchodovatelné. Ocenění podniku je odvozováno ze stanovení tzv. **tržní kapitalizace**, která se vypočítá jako součin počtu akcií a jejich ceny na kapitálovém trhu. Za určující cenu je zde považována nikoliv aktuální cena na trhu, ale její průměrná cena za poslední období. Tímto postupem totiž dochází k eliminaci krátkodobých výkyvů v cenách akcií (Vochozka, Mulač, 2012, s. 164; Mařík, 2011a, s. 303).

3.3.2 Metody tržního porovnání

Ocenění metodou tržního porovnání je využíváno u podniků, které nejsou akciovou společností, popřípadě, jejichž akcie nejsou běžně obchodovány. Podstatou této metody je, že tržní hodnota aktiva je odvozována z údajů o konkrétních cenách či tržních hodnotách podobných aktiv (Mařík, 2011a, s. 304). Jinými slovy ocenění určitého podniku je odvozováno ze znalosti hodnot srovnatelných podniků. Přičemž podmínkou správné aplikace této metody je, že oceňovaný podnik je srovnáván pouze s velice obdobným podnikem (Vochozka, Mulač, 2012, s. 164).

Oceňovaný podnik by měl tak být s podobnými podniky srovnatelný z hlediska několik základních ekonomických kritérií, kterými jsou především výnosnost, riziko a budoucí růst. Tato základní kritéria jsou však při praktické aplikaci často nahrazována řadou dílčích pomocných hledisek, jako je shodné odvětví a obor podnikání, shodné vyráběné produkty, podobná velikost, shodná struktura financování a výkonnost, podobná základní technologie či podobná struktura dodavatelů a odběratelů. Srovnání je vhodné provést s pěti až osmi podobnými podniky (Mařík, 2011a, s. 306).

Metoda tržního porovnání je uplatňována ve čtyřech rovinách. První rovinu představuje metoda srovnatelných podniků, kdy jde o srovnání oceňovaného podniku s obdobnými podniky, které jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu, tedy je známa cena jejich

obchodovatelných akcií. Druhou rovinu zastává metoda srovnatelných transakcí, která je založena na porovnání s podniky, které byly předmětem transakcí a jsou tak známé jejich realizační ceny. Další metoda spočívá v porovnání s obdobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány pro vstup na burzu. Poslední rovinu tvoří metoda odvětvových multiplikátorů, v rámci které neprobíhá srovnání s hodnotami srovnatelných podniků, ale s průměrnými hodnotami za určité odvětví (branži), (Mařík, 2011a, s. 305–314).

Základem tržního porovnání jsou tzv. **tržní multiplikátory** (násobitelé), které vyjadřují poměr mezi tržní hodnotou (cenou) kapitálu k vybrané vztahové veličině. Tržní cenu akcie může vyjádřit buď ve variantě equity value, tj. hodnota vlastního kapitálu na akcii, nebo ve variantě enterprise value, tj. hodnota podniku jako celku přepočítána na akcii. Vztahová veličina může jak výnosová (zisk, EBIT, EBITDA, tržby), tak majetková (účetní hodnota vlastního kapitálu či účetní hodnota investovaného kapitálu), (Mařík, 2011a, s. 306–307). Mezi nejpoužívanější tržní multiplikátory dle Kislingerové (2001, s. 242–243) v rámci oceňování podniků metodou tržního porovnání patří například:

- $$P/E \text{ (Price/Earnings ratio)} = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na akcii} / \text{počet vydaných akcií}} = \frac{\text{tržní kapitalizace}}{\text{čistý zisk}},$$
- $$\text{Enterprise value/EBIT} = \frac{\text{tržní kapitalizace} + \text{úročené cizí zdroje} - \text{finanční aktiva}}{\text{EBIT}},$$
- $$\text{Enterprise value/EBITDA} = \frac{\text{tržní kapitalizace} + \text{úročené cizí zdroje} - \text{finanční aktiva}}{\text{EBITDA}}.$$

Orientační propočet hodnoty vlastního kapitálu oceňovaného podniku získáme tak, že vztahovou veličinu (např. EBIT) ke dni ocenění vynásobíme tržním multiplikátorem (např. EV/EBIT) a následně odečteme hodnotu úročených cizích zdrojů.

3.4 Kombinované metody oceňování podniku

Podstata kombinovaných metod oceňování spočívá v agregaci výsledků získaných použitím výnosových a majetkových metod. Mezi tyto metody patří Schmalenbachova metoda střední hodnoty a metoda nadzisku.

Schmalenbachova metoda střední hodnoty vychází z tvrzení, že „hodnota podniku je vytvářena jak vloženými statky a výkony do podniku, tak i budoucím výnosem“ (Kislingerová, 2001, s. 237). Přičemž obě složky, majetková i výnosová, jsou považovány za rovnocenné a stejně významné. Hodnota podniku je stanovena na základě prostého aritmetického průměru výnosové hodnoty určené metodou kapitalizace zisku a netto

hodnoty majetku stanovené metodou substanční hodnoty. Výsledkem výpočtu je tak určení hodnoty vlastního kapitálu podniku. Metoda je také označována za tzv. metodu obchodníků a praktiků, neboť je v praxi velmi oblíbená, i přestože postrádá určitá teoretická zdůvodnění. Nutné je však upozornit, že metoda je aplikovatelná pouze při splnění podmínky spočívající v podmíněnosti výnosu majetkovou bází. Tato podmínka je splňována především ze strany průmyslových podniků, u nichž převažují hmotná aktiva a je zde zcela patrná vazba majetkové a výnosové hodnoty. Naopak podniky v oblasti finančnictví a poradenství tuto podmínku nesplňují, tudíž u nich není možné tuto metodu použít (Kislingerová, 2001, s. 237; Vochozka, Mulač, 2012, s. 162–163).

Schmalenbachova metoda je v praxi uváděna v určité modifikaci, a to v podobě **metody vážené střední hodnoty**. Výsledná hodnota je tak stanovována váženým aritmetickým průměrem výnosové a majetkové hodnoty. Na základě charakteru objektu ocenění jsou tedy jednotlivým položkám přiřazeny váhy, jež jim připisují jejich relativní podíl na finálním výsledku (Mařík, 2011a, s. 278; Vochozka, Mulač, 2012, s. 163).

Metoda nadzisku či superzisku je analogií metody střední hodnoty, avšak „*výchozí myšlenkou je, že podnik musí produkovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu*“ (Kislingerová, 2001, s. 240). Nadzisk je tedy dán rozdílem mezi skutečně dosaženým ziskem podniku a alternativním ziskem získaným z investovaného kapitálu bez rizika. Majetkové ocenění vstupuje do propočtu při stanovování výše investovaného kapitálu, to se totiž shoduje s velikostí substance (Vochozka, Mulač, 2012, s. 163).

PRAKTICKÁ ČÁST

4 OCENĚNÍ PODNIKU AGADOS, spol. s r.o.

Kapitola „Ocenění podniku AGADOS, spol. s r.o.“ představuje praktickou aplikaci postupů a metod popsanych v teoretické části této práce. Věnuje se vytyčení předmětu, účelu a datu ocenění, představení oceňované společnosti, provedení strategické a finanční analýzy, zpracování finančního plánu a samotnému stanovení hodnoty podniku.

4.1 Předmět, účel a datum ocenění

Předmětem ocenění je společnost AGADOS, spol. s r.o. se sídlem Průmyslová 2081, Velké Meziříčí, PSČ 594 01, IČ: 433 78 391. Společnost AGADOS, spol. s r.o. je zapsána v obchodním rejstříku u Krajského soudu v Brně, oddíl C, vložka 4484.

Účelem ocenění je odhad tržní hodnoty za účelem případné koupě podniku AGADOS, spol. s r.o. blíže nespecifikovaným externím kupujícím k datu 18. 11. 2017.

Výslednou kategorií hodnoty je tržní hodnota, která je dle mezinárodních účetních standardů definována jako „*odhadnutá částka, za kterou by měly být aktiva či závazky směněny k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci nezávislých partnerů po řádném marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku*“ (International Valuation Standards, 2017, s. 18).

4.1.1 Předpoklady a omezující podmínky ocenění

Ocenění je zpracováno pouze na základě veřejně dostupných informací a podkladů. Nebyla navázána žádná komunikace a spolupráce s představiteli oceňované společnosti ani s jinými zainteresovanými osobami. Ocenění vychází z předpokladu, že údaje získané z veřejně dostupných zdrojů jsou správné a úplné, a proto jejich věrohodnost a pravdivost nebyla autorem diplomové práce ověřována. Autor práce neshledává žádný současný ani budoucí zájem na majetku, který je předmětem ocenění a neexistuje ohledně něj ani osobní zaujatost. Ocenění je platné pouze z hlediska vymezeného účelu a data ocenění.

4.2 Společnost AGADOS, spol. s r.o.

4.2.1 Základní informace o společnosti

Základní údaje o oceňované společnosti jsou platné ke dni 4. 10. 2017 (Justice.cz, 2017, [online]):

Název společnosti:	AGADOS, spol. s r.o.	
Sídlo společnosti:	Velké Meziříčí, Průmyslová 2081, 594 01	
Právní forma podnikání:	Společnost s ručením omezeným	
Datum zápisu:	31. prosince 1991	
Identifikační číslo:	433 78 391	
Předmět podnikání:	Zámečnictví, nástrojářství Obráběčství Silniční motorová doprava - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny, - nákladní mezinárodní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, - nákladní mezinárodní provozovaná vozidla o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny Výroba, prodej a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona	
Základní kapitál:	5 000 000,- Kč	
Společníci:	Jiří Kolouch 25% obchodní podíl Josef Michal 25% obchodní podíl Ing. Petr Ostrý 25% obchodní podíl Zdeněk Štěpánek 25% obchodní podíl	
Čistý obrat:	465 221 tis. Kč	k 31. 12. 2016
Hospodářský výsledek:	35 601 tis. Kč	k 31. 12. 2016
Počet zaměstnanců:	146	k 31. 12. 2016

Logo:



Webové stránky: www.agados.cz

4.2.2 Představení společnosti

Společnost AGADOS, spol. s r.o. (dále jen AGADOS) je v současné době jedním z největších evropských výrobců přívěsných vozíků v kategorii O1 a O2, tj. přípojná vozidla s největší přípustnou hmotností do 750 kg a do 3 500 kg. AGADOS zaujímá roli předního českého výrobce přívěsů, jejichž výrobě se věnuje od roku 1992. Ročně vyrobí průměrně 20 tisíc přívěsných vozíků (Agados, 2017, [online]).

Společnost se pyšní více než 130letou tradicí strojírenské výroby, neboť navázala na historii meziříčského strojírenského závodu pod názvem Antonín Jeřábek. Zmíněný závod byl v roce 1958 znárodněn a následně přeměněn ve státní podnik. Ve strojírenské výrobě se přesto dále pokračovalo. Firma se později přejmenovala na Agrostroj Pelhřimov. V roce 1992 vznikl samostatný podnik AGADOS a převzal původní závod od Agrostroj Pelhřimov. Do té doby se podnik věnoval výrobě mlýnských strojů, rozmetadel chlévské mrvy, obilných skladů a dalších zemědělských strojů, včetně stavby krmných sil. Myšlenka výroby přívěsných vozíků se zrodila těsně před samotným založením firmy AGADOS, a to na základě oslovení belgickou firmou hledající vhodného dodavatele přívěsů. V té době závod Agrostroj Pelhřimov hledal další pracovní příležitosti pro své zaměstnance, a tak AGADOS využil šance a zahájil výrobu několika typů přívěsných vozíků (Agados, 2017, [online]).

Za účelem rozvoje společnosti a zvýšení objemu exportu byla v roce 1997 založena dceřiná společnost AGADOS GmbH v Německu. V roce 2001 byla založena další dceřiná firma AGADOS SK na Slovensku. Slovenská pobočka se však zabývá výrobou přívěsů jen pro vlastní prodej na Slovensku. Od roku 2003 má společnost zavedený systém managementu kvality dle normy ISO 9001 pro oblast platnosti – Návrh, výroba a servis přívěsů. Firma certifikát kvality každý rok úspěšně obhájí (Agados, 2017, [online]).

S rozvíjejícím se prodejem přívěsů přestal původní areál na meziříčské Karlově ulici firmě stačit, a tak se v roce 2006 přestěhovala do nových výrobních prostor v meziříčské průmyslové zóně Jidášky. Tímto krokem si firma zajistila kapacitu a potenciál pro její další růst. V průběhu let byly postupně přistaveny nové haly. V roce 2013 byla přistavena nová hala z důvodu velké hlučnosti jednoho prioritního stroje, kam byl posléze tento stroj přestěhován. Nutnost snižování nákladů na výrobu přívěsných vozíků a zvyšování konkurenceschopnosti výrobků přivedla společnost k zakoupení nové technologie na zpracování dlouhých plechů v délce až osm metrů. Pro toto technologické vybavení byla v roce 2016 vystavena další hala. Společnost tak neustále investuje do obnovy důležitých strojů a zařízení (Agados, 2017, [online]).

Obrázek 3 Výrobní areál v průmyslové zóně Jidášky firmy AGADOS



Zdroj: Agados, 2017, [online]

„S námi převezete všechno a všechny“, tak zní hlavní motto společnosti AGADOS. Strategie firmy spočívá v uspokojení co nejširšího okruhu zákazníků, kteří si mohou vybrat z bohaté nabídky přívěsných vozíků a příslušenství. Společnost v současnosti vyrábí okolo 250 typů přívěsů, a to jak brzděných, tak nebrzděných, a navíc v různých modifikacích dle účelu užití, rozměrů a použitého materiálu. Do své nabídky nově zařadila přívěsy kategorie O3, tj. přípojná vozidla s největší přípustnou hmotností do 10 000 kg. Značnou pozornost věnuje firma také servisním službám, kdy zajišťuje kompletní servis a prodej náhradních dílů i na přívěsy starší výroby. Podniková prodejna přímo v areálu výrobce nabízí více než 200 kusů přívěsů skladem a náhradní díly přívěsové techniky (Agados, 2017, [online]).

Obrázek 4 Ukázka některých přívěsů firmy AGADOS



Zdroj: Agados, 2017, [online]

AGADOS je prostřednictvím svých poboček a dealerů zastoupen jak v celé České republice, tak i v mnoha evropských zemích. Na českém území dodává přívěsné vozíky a náhradní díly do většiny velkoobchodů se stavebním materiálem a dalšími potřebami pro domácnost jako jsou OBI, Hornbach, UniHobby, Baumax, ale také do velkoobchodů Makro, Ahold, Kaufland, Auto Kelly a Lidl. Mezi největší zahraniční odběratele patří Německo a Švédsko. Přívěsy jsou také vyváženy do Finska, Norska, Dánska, Švýcarska, Rakouska, Maďarska, Bulharska, Chorvatska a Nizozemska. O kvalitě přívěsů AGADOS svědčí také to, že je firma hlavním dodavatelem speciálních přívěsů pro českou armádu, pravidelně dodává přívěsy i pro armádu finskou a švédskou (Agados, 2017, [online]).

4.3 Strategická analýza

Smyslem strategické analýzy je vymezení celkových výnosový potenciál společnosti AGADOS, a to prostřednictvím analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu podniku. Výsledky těchto dílčích analýz následně pomohou zhodnotit perspektivnost podniku z dlouhodobého hlediska a naprognózovat vývoj tržeb společnosti.

4.3.1 Analýza vnějšího potenciálu

Hlavním úkolem analýzy vnějšího potenciálu je vymezení a charakteristika relevantního trhu, na němž působí oceňovaná společnost AGADOS a také určení velikosti relevantního trhu v hmotných i hodnotových jednotkách. Dalším cílem je stanovit a zhodnotit faktory určující atraktivitu relevantního trhu a následně prognózovat vývoj relevantního trhu. Splnění těchto kroků vytvoří základnu pro predikci budoucích tržeb oceňované firmy.

4.3.1.1 Vymezení relevantního trhu

Těžiště činnosti podniku AGADOS spočívá ve výrobě přívěsů v kategorii O1, O2 a O3. Dle klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE) je společnost svou činností řazena do odvětví zpracovatelského průmyslu, konkrétně do oddílu 29 – Výroba motorových vozidel (kromě motocyklů), přívěsů a návěsů; v podrobnějším členění do skupiny 29.2 – Výroba karoserií motorových vozidel, výroba přívěsů a návěsů. Relevantní trh tedy věcně vymežíme jako velikost poptávky po přívěsech všech kategorií (tj. O1, O2, O3 a O4). Z hlediska teritoriálního je relevantní trh vymezen na úrovni celé České republiky, neboť výroba produktů společnosti probíhá právě na tomto území, a navíc má firma zastoupení ve všech krajích prostřednictvím svých poboček a dealerů.

Zákazníky společnosti jsou jednak koncoví spotřebitelé využívající přívěsy pro vlastní potřebu, jednak výrobci (firmy) nakupující přívěsy pro další použití (výroba, zpracování). Zákazníky jsou také jak obchodníci (jednotlivci, organizace) nakupující přívěsy za účelem dalšího prodeje či pronájmu, tak stát využívající přívěsy k plnění veřejných služeb (především armáda, policie, ale i jiné státní instituce a orgány). Z hlediska zákazníků je tak relevantním trhem považován trh spotřebitelů, trh organizací (firemní trh) a trh vládní. Relevantní trh z hlediska konkurentů představují nejen tuzemští výrobci a prodejci přívěsů, ale i zahraniční dovozci.

4.3.1.2 Charakteristika relevantního trhu

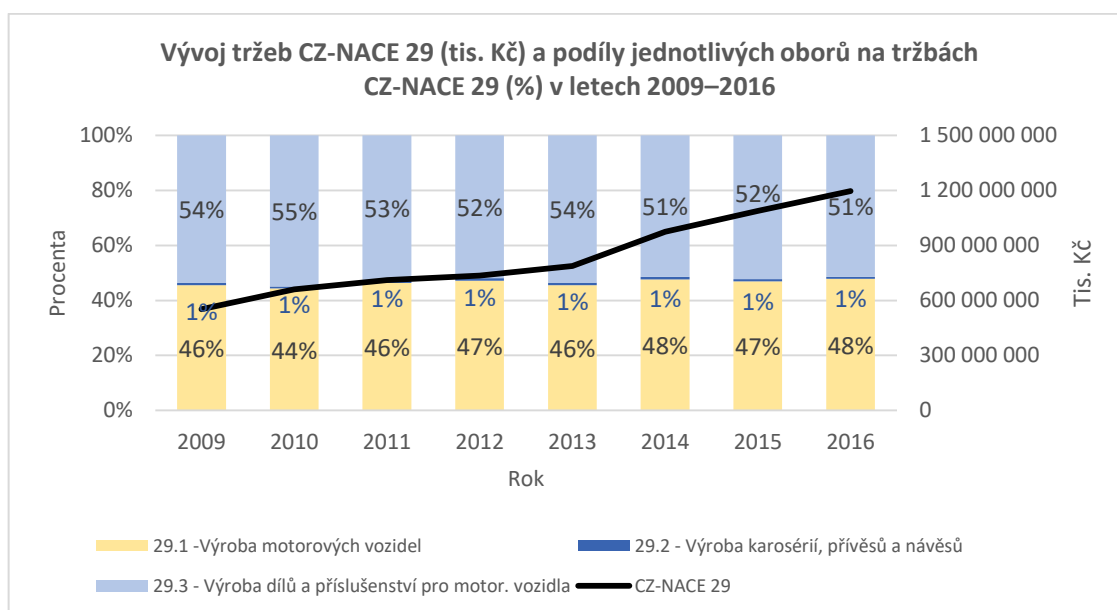
Relevantním trhem oceňovaného podniku je v širším pojetí zpracovatelský průmysl, který je nejvýznamnějším segmentem českého průmyslu, neboť dlouhodobě tvoří zhruba jednu čtvrtinu domácí ekonomiky. K celkovému výsledku průmyslu přispívá největší vahou, v roce 2016 tvořil 80 % tržeb průmyslu celkem. Lze říci, že český průmysl se v podstatě vyvíjí tak, jak se vyvíjí právě průmysl zpracovatelský (Statistika&My, 2016, [online]). Za klíčovou oblast zpracovatelského průmyslu je považována výroba motorových vozidel (kromě motocyklů), přívěsů a návěsů neboli automobilový průmysl, který je v užším pojetí právě relevantním trhem oceňované společnosti. Ze statistik národních účtů vyplývá, že automobilové odvětví tvoří jednu desetinu celkové tuzemské produkce a jednu čtvrtinu celkové produkce ve zpracovatelském průmyslu (Statistika&My, 2017, [online]). Automobilový průmysl v posledních letech v rámci zpracovatelského průmyslu neustále zvyšuje své zastoupení. Výroba motorových vozidel, přívěsů a návěsů se v roce 2016 podílela na tržbách zpracovatelského průmyslu z 31,4 % (meziroční posílení o 2 p. b.). Automobilový průmysl zahrnuje jak výrobu osobních automobilů, tak výrobu nákladních, autobusů, motorů, přívěsů, karoserií či dílů. V rámci klasifikace CZ-NACE je toto odvětví opatřeno kódem 29 a dále členěno do tří skupin:

- 29.1 Výroba motorových vozidel a jejich motorů,
- 29.2 Výroba karoserií motorových vozidel, výroba přívěsů a návěsů,
- 29.3 Výroba dílů a příslušenství pro motorová vozidla a jejich motory.

Automobilové odvětví má v České republice dlouhou historii a vždy patřilo mezi významná v českém průmyslu. Jeho vliv na domácí ekonomiku neustále roste. Odvětví úspěšně zdolalo ekonomickou krizi a od roku 2009 průmyslová produkce roste, a to rychlejším tempem než průmysl jako celek. Drobný útlum nastal mezi roky 2012 a 2013, kdy automobilový průmysl okusil dvakrát po sobě propad výroby (Statistika&My, 2017,

[online]). Tyto tendence jsou patrné i z grafu 1, kde je zachycen vývoj tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb automobilového odvětví (CZ-NACE 29), který od roku 2009 vykazuje rostoucí trend včetně jeho mírného zbrzdění mezi obdobími 2012 a 2013. Z grafu je dále patrné, že v odvětví dlouhodobě dominuje skupina 29.3 zabývající se výrobou dílů a příslušenství pro motorová vozidla s průměrným podílem 53 % na celkových tržbách automobilovém průmyslu. Její prvenství v odvětví je především dáno tím, že zahrnuje zástupce nejdůležitějších světových výrobců autodílů, bez nichž se neobejde žádná výroba motorových vozidel. Výroba motorových vozidel spadá do skupiny 29.1, která je ihned v závěsu dominující skupině a tvoří dlouhodobě v průměru 46 % z celkových tržeb automobilového odvětví. Nejmenší podíl má skupina 29.2 zahrnující výrobu přívěsů a návěsů, která zaujímá dlouhodobě pouze 1 %.

Graf 1 Vývoj tržeb CZ-NACE (tis. Kč) a podíly jednotlivých oborů na tržbách CZ-NACE 29 (%) v letech 2009–2016



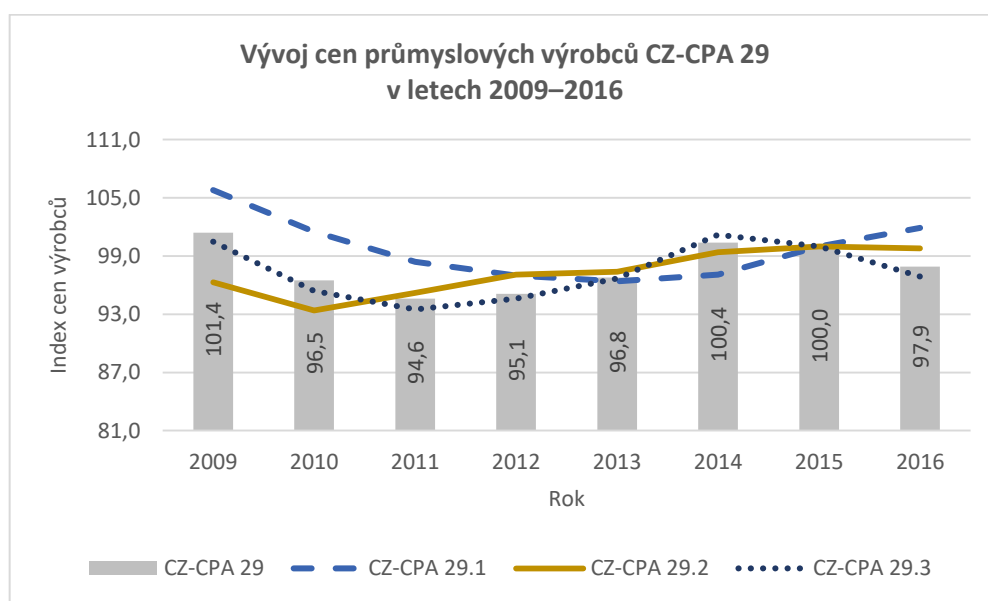
Pozn.: Tržby = Tržby za vlastní výrobky a služby; 100 % = automobilové odvětví (CZ-NACE 29) celkem

Zdroj: Vlastní zpracování, MPO (k 8. 10. 2017)

Vývoj cen průmyslových výrobců v rámci klasifikace produkce (CZ-CPA) za skupinu výrobků 29 zobrazuje graf 2. Ceny celého automobilového odvětví (CZ-CPA 29) se držely po celé období let 2009 až 2014 na nižší úrovni, nejnižší byly v roce 2011. Stejně vývojové tendence zaznamenala i skupina výroby dílů a příslušenství pro motorová vozidla (CZ-CPA 29.3), u níž byl cenový pád nejrazantnější. Tento výrazný pokles byl dán především

dlouhodobými kontakty, které vyžadují snižování dodavatelských cen. Přes krátkodobé zvýšení cen v roce 2014 přetrvává mírný cenový pokles u celého automobilového odvětví i skupiny výroby dílů a příslušenství. Ceny u skupiny výroby motorových vozidel (CZ-CPA 29.1) se od roku 2012 začaly vzpamatovávat a vykazují rostoucí trend. U výrobců přívěsů a návěsů (CZ-CPA 29.2) dochází od roku 2010 k růstu cen, který je dán především produkcí sofistikovanějších výrobků.

Graf 2 Vývoj cen průmyslových výrobců v rámci CZ-NACE 29 v letech 2009–2016



Pozn.: Průměr roku 2015 = 100

Zdroj: Vlastní zpracování, ČSÚ (k 8. 10. 2017)

Automobilový průmysl hraje důležitou roli z hlediska zaměstnanosti. V roce 2012 podíl osob zaměstnaných v automobilovém odvětví na celkovém počtu osob zaměstnaných ve zpracovatelském průmyslu zaujímal 13 %, v roce 2016 činil 15 % a dosáhl tak svého zatím absolutního maxima. Automobilový průmysl v letech 2012 až 2016 zaměstnal v průměru 150 tisíc lidí. Jak je patrné z tabulky 4, největší počet zaměstnanců má skupina zabývající se výrobou dílů a příslušenství pro motorová vozidla (CZ-NACE 29.3), její podíl na celkové zaměstnanosti v CZ-NACE 29 tvoří v průměru skoro tři čtvrtiny. To je dáno především pestrostí výroby a občasné nutnosti klasické manuální práce. V průměru necelá jedna čtvrtina zaměstnanců má podíl na finální výrobě motorových vozidel (CZ-NACE 29.1). Výroba karoserií, přívěsů a návěsů (CZ-NACE 29.2) se podílí na celkové zaměstnanosti automobilového odvětví pouze 2 %, v průběhu let 2012 až 2016 zaměstnávala průměrně 3,3 tisíc osob.

Tabulka 4 Zaměstnanost ve zpracovatelském a automobilovém průmyslu v letech 2012–2016

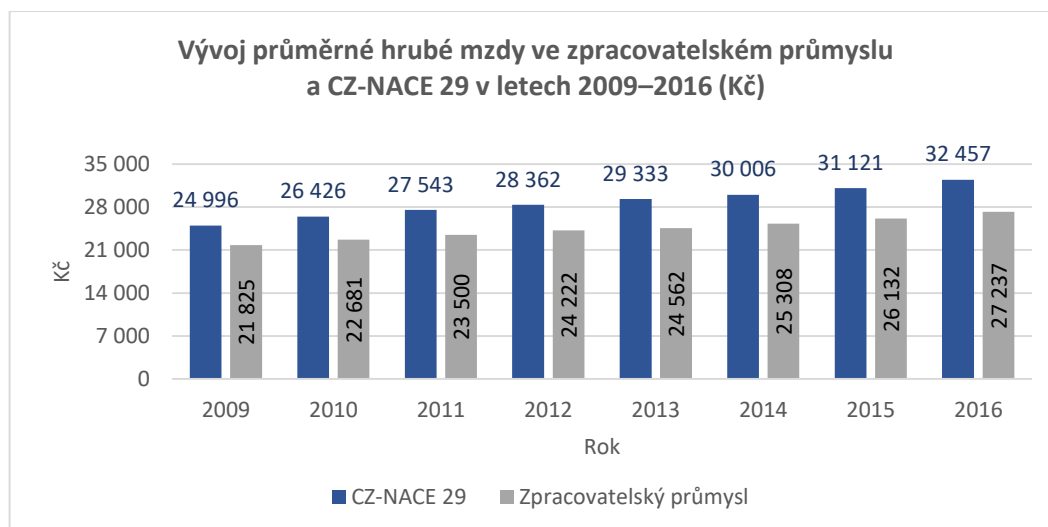
(osob)	2012	2013	2014	2015	2016
Zpracovatel. průmysl	1 073 194	1 056 178	1 076 123	1 107 899	1 134 695
CZ-NACE 29	141 910	139 615	145 388	155 761	164 818
CZ-NACE 29.1	34 666	33 391	33 729	35 031	37 117
CZ-NACE 29.2	3 372	3 219	3 186	3 207	3 445
CZ-NACE 29.3	103 871	103 006	108 473	117 523	124 257

Pozn.: Průměrný evidenční počet zaměstnanců ve fyzických osobách

Zdroj: Vlastní zpracování, ČSÚ (k 8. 10. 2017)

Průměrná hrubá měsíční mzda na zaměstnance v automobilovém odvětví (CZ-NACE 29) roste, jak je patrné z grafu 3, a v roce 2016 dosáhla 32 457 Kč. Ve všech sledovaných letech je průměrná hrubá mzda automobilového průmyslu vyšší než průměrná hrubá mzda průmyslu zpracovatelského jako takového. Tento rozdíl se od roku 2009 stále zvyšuje. Zatímco v roce 2009 byla průměrná hrubá mzda CZ-NACE 29 téměř o 3 200 Kč vyšší než průměrná hrubá mzda ve zpracovatelském průmyslu, v roce 2016 tento rozdíl činil více jak 5 200 Kč. V relativním vyjádření jde o rozdíl větší než 16 %.¹⁵

Graf 3 Vývoj průměrné hrubé mzdy v letech 2009–2016 (Kč)



Pozn.: Průměrná hrubá měsíční mzda na fyzickou osobu

Zdroj: Vlastní zpracování, ČSÚ (k 9. 10. 2017)

Výroba osobních automobilů, nákladních vozidel, autobusů, přívěsů a návěsů mezi lety 2012 a 2016 vzrostla o téměř 15 % (o více jak 170 tisíc kusů). K růstu nejvíce přispěla výroba

¹⁵ Údaje o průměrné hrubé měsíční mzdě pro jednotlivé skupiny CZ-NACE 29 nebyly k datu zpracování (tj. k 9. 10. 2017) k dispozici.

osobních a malých užitkových vozů, která tvoří přibližně 98 % celkové výroby silničních vozidel (bez motocyklů) jako celku. Ve sledovaném období byl zaznamenán největší nárůst produkce u přívěsů kategorie O3 a O4 (nárůst produkce o 41,3 %), dále u autobusů (nárůst produkce o 35,9 %) a také u návěsů kategorie O3 a O4 (nárůst produkce o 32,7 %). Výroba silničních vozidel dosáhla v roce 2016 prozatím svého rekordního počtu, který přesáhl hranici 1 340 tisíc kusů. V tomto roce došlo k růstu produkce u všech kategorií vozidel, přičemž největší meziroční nárůst byl zaznamenán u nákladních automobilů (meziroční nárůst o 56 %). Ve skupině přípojných vozidel významně vévodí výroba přívěsů kategorie O1 a O2 s průměrnou roční produkcí 21 tisíc kusů. Počet vyrobených kusů jednotlivých druhů silničních vozidel v letech 2012 až 2016 je k nahlédnutí v tabulce 5.

Tabulka 5 Výroba silničních vozidel (kromě motocyklů) v letech 2012–2016 (ks)

Kategorie vozidel (ks)	2012	2013	2014	2015	2016
Osobní + malá užitková (M1 + N1)	1 174 267	1 128 473	1 246 506	1 298 236	1 344 182
Nákladní, tahače, podvozky (N2 + N3)	1 499	767	821	850	1 326
Autobusy (M2 + M3)	3 229	3 691	3 893	4 517	4 388
Celkem motorová vozidla	1 178 995	1 132 931	1 251 220	1 303 603	1 349 896
Přívěsy (O1 + O2)	17 971	19 142	23 949	21 668	22 636
Přívěsy (O3 + O4)	658	670	894	843	930
Návěsy (O3 + O4)	847	581	739	947	1 124
Celkem přípojná vozidla	19 476	20 393	25 582	23 458	24 690
Silniční vozidla celkem	1 198 471	1 153 324	1 276 802	1 327 061	1 374 586

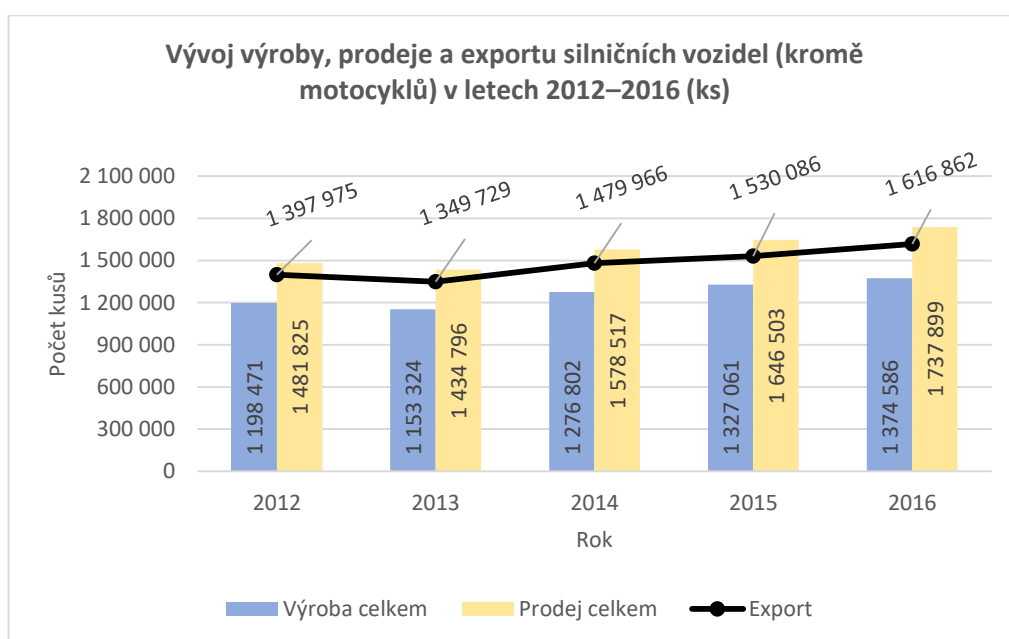
Zdroj: Vlastní zpracování, AutoSAP (k 10. 10. 2017)

Nejvýznamnějšími výrobci osobních automobilů v tuzemsku jsou mladoboleslavská společnost Škoda Auto, kolínská TPCA a nošovická Hyundai. Nákladní automobily jsou historicky spojeny se značkami Tatra a Avia. Výrobou autobusů se zabývají společnosti Iveco (dříve Karosa) a SOR Libchavy. Na výrobu přívěsů a návěsů se orientují společnosti Panav, Schwarzmüller a právě i námi oceňovaná společnost AGADOS.

Prodej silničních vozidel (kromě motocyklů) zahrnující i přívěsy od roku 2012 pozvolně roste, k mírnému poklesu došlo pouze v roce 2013, jak je patrné z grafu 4. Prodeje vozidel vykazují velmi podobné vývojové tendence stejně jako jejich výroba. Rekordním rokem z hlediska počtu prodaných vozidel je zatím rok 2016, ve kterém bylo prodáno více než 1 700 tisíc kusů motorových vozidel a více než 25 tisíc kusů přípojných vozidel. Prodejnost vozidel je v porovnání s jejich výrobou výrazně větší (průměrný rozdíl 310 tisíc kusů), což je dáno především zásobami vyrobených vozidel v předchozích letech. V grafu je dále

zachycen prodej vozidel do zahraničí, který tvoří téměř 94 % celkových prodejů silničních vozidel. Důvodem je skutečnost, že automobilový průmysl je čím dál tím více proexportně orientovaným odvětvím. Na prodejích plynoucích do zahraničí v letech 2012 až 2016 participovali především výrobci osobních automobilů, nákladních vozidel a autobusů, u nichž export tvořil průměrně 84 % celkových prodejů. Naopak u výrobců přívěsů a návěsů převažoval tuzemský prodej, který tvořil v průměru 54 % celkových prodejů. Konkrétně u přívěsů kategorie O1 a O2 činily ve sledovaném období domácí prodeje až 62 % celkových prodejů.

Graf 4 Vývoj výroby, prodeje a exportu silničních vozidel (kromě motocyklů) v letech 2012–2016 (ks)



Zdroj: Vlastní zpracování, AutoSAP (k 10. 10. 2017)

Automobilový průmysl je dlouhodobě řazen mezi největší exportéry, čímž se významně podílí na kladném saldu zahraničního obchodu České republiky. Tuzemští výrobci vyvázejí přibližně tři čtvrtiny své výroby, a to zejména do zemí Evropské unie. Podle přeshraniční statistiky v roce 2016 činil vývoz motorových vozidel (kromě motocyklů), přívěsů a návěsů 890 916 mil. Kč. Důležitost automobilového průmyslu na celkovém exportu se zvyšuje také relativním způsobem, zatímco v roce 2012 tvořil 18 % celkového exportu, v roce hodnota vstoupila téměř na 22 % (ČSÚ, 2017, údaje platné k 10. 10. 2017).

V rámci ocenění podniku AGADOS nebyl relevantní trh mimo území České republiky vymežován, přestože hraje export v automobilovém odvětví nezanedbatelnou roli. Důvodem je nedostupnost informací ohledně zahraničního odbytu, zejména tržeb inkasovaných

z exportu a fyzického počtu prodaných přívěsů do zahraničí. Je tak vycházeno ze skutečnosti, že domácí trh je pro společnost stěžejní.

4.3.1.3 Odhad velikosti relevantního trhu

Velikost relevantního trhu je odhadována na základě velikosti poptávky po přívěsech, tedy na základě celkového prodeje přívěsů v České republice. Při vymezení velikosti relevantního trhu v hmotných jednotkách je vycházeno z počtu prodaných kusů přívěsů na českém území, přičemž se jedná o přívěsy tuzemské výroby i přívěsy dovážené ze zahraničí.

Počet celkových prodaných přívěsů v České republice pro období 2008 až 2016 udává tabulka 6, která zahrnuje také počet přívěsů prodaných oceňovanou společností AGADOS. Ve sledovaném období bylo v České republice průměrně prodáno přes 30 tisíc přívěsů, přičemž více než 40 % přívěsů (tj. zhruba 12 tisíc kusů) bylo prodáno společností AGADOS.

Tabulka 6 Vymezení velikosti relevantního trhu v naturálních jednotkách: Počet prodaných přívěsů v ČR v letech 2008–2016 (ks)

(ks)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Prodej přívěsů celkem v ČR	36 257	27 089	26 073	29 542	27 441	27 887	29 923	32 609	35 049
Prodej přívěsů AGADOS v ČR	12 579	11 001	11 014	11 627	10 828	11 262	12 613	13 954	14 681

Zdroj: Vlastní zpracování, SDA (k 11. 10. 2017)

Velikost relevantního trhu v hodnotových – peněžních jednotkách v letech 2008 až 2016 uvádí tabulka 7. Vymezení velikosti relevantního trhu vychází z počtu prodaných kusů přívěsů v České republice celkem, tedy z velikosti relativního trhu v naturálních jednotkách vynásobeného průměrnou cenou přívěsu. Průměrná cena přívěsu v jednotlivých letech 2008 až 2016 je stanovena na základě podílu tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb oceňované společnosti AGADOS a počtu prodaných přívěsů touto společností na českém území. Tržby za prodej výrobků a služeb jsou vztaženy k domácí produkci, a proto představují pouze 60 % celkových tržeb za prodej výrobků a služeb společnosti AGADOS. Výpočet průměrné ceny přívěsu ve sledovaném období je k nahlédnutí v příloze 1.

Určení velikosti relevantního trhu tímto způsobem je určitým zjednodušením. Důvodem je, že sice dostáváme hodnotu relevantního trhu v peněžním vyjádření, avšak pouze v ceně oceňovaného podniku. Na trhu ale figurují i další výrobci, kteří prodávají často za vyšší ceny. Informace o těchto výrobcích, především o jejich tržbách za prodej vlastních výrobků

a služeb v tuzemsku a zahraničí, nejsou však dohledatelné ve veřejně dostupných datech. Relevantní trh byl proto vymezen pouze prostřednictvím ceny oceňované společnosti.

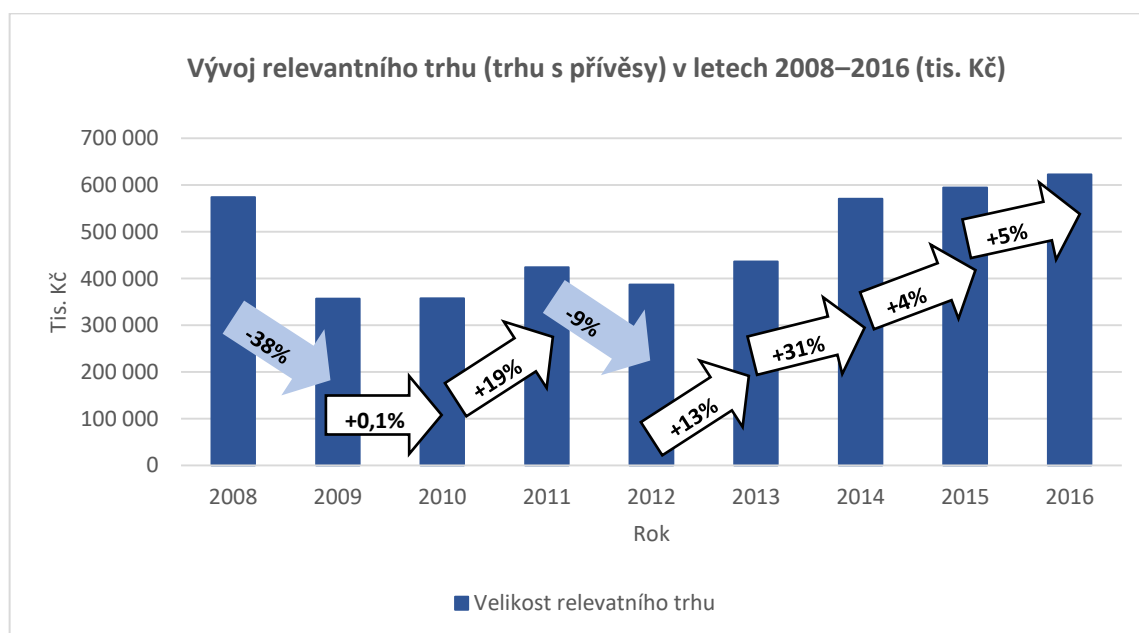
Tabulka 7 Vymezení velikosti relevantního trhu v peněžních jednotkách: Trh s přívěsy v ČR (tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Průměrná cena přívěsu (tis. Kč)	16	13	14	14	14	16	19	18	18
Počet prodaných přívěsů v ČR celkem (ks)	36 257	27 089	26 073	29 542	27 441	27 887	29 923	32 609	35 049
Velikost relevantního trhu (tis. Kč)	574 536	356 906	357 379	424 053	387 418	436 658	571 067	594 831	623 018

Zdroj: Vlastní zpracování, SDA (k 11. 10. 2017)

Relevantní trh přívěsů je cyklickým odvětvím. Svou existencí je závislý na automobilovém trhu, a proto do určité míry kopíruje jeho cyklus. Mezi lety 2008 a 2009 pocítil relevantní trh ekonomickou krizí, která způsobila značný propad tržeb z prodeje přívěsů, kdy došlo k poklesu o téměř 220 tisíc Kč (-38 %). Relevantní trh však krizi úspěšně zvládl a od roku 2009 výroba přívěsů roste. K mírnému zbrzdění došlo jen mezi lety 2011 a 2012, kdy došlo k poklesu produkce o 9 %. Mezi lety 2012 a 2016 trh přívěsů expandoval průměrně o 13 %. Vývoj relevantního trhu včetně meziročních změn je zachycen grafem 5.

Graf 5 Vymezení velikosti relevantního trhu v peněžních jednotkách: Trh s přívěsy v ČR (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

4.3.1.4 Analýza atraktivity relevantního trhu

Za účelem důkladnějšího posouzení relevantního trhu je zpracována analýza atraktivity, která spočívá v hodnocení devíti různých kritérií. Jednotlivým kritériím atraktivity je uděleno jednak bodové hodnocení na stupnici od 0 do 6 (0 – negativní, 6 – pozitivní), jednak váha významnosti kritéria na škále od 1 do 3 (1 – nižší důležitost, 3 – vyšší důležitost), neboť každé kritérium je považováno za jinak důležité. Atraktivita trhu je určována na základě výsledného hodnocení, které je stanoveno podílem váženého dosaženého počtu bodů a maximálního počtu bodů. Platí, že čím více bodů je dosaženo, tím je trh atraktivnější. Výsledky analýzy atraktivity relevantního trhu jsou pro přehlednost sumarizovány do tabulky 8, přičemž komentář se zhodnocením jednotlivých kritérií včetně závěrečného hodnocení analýzy se nachází v textu níže.

Tabulka 8 Analýza atraktivity relevantního trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	2					x			4	8
Velikost trhu	2					x			4	8
Intenzita konkurence	2			x					2	4
Průměrná rentabilita	2				x				3	6
Bariéry vstupu	2					x			4	8
Možnosti substituce	1				x				3	3
Citlivost na konjunkturu	1			x					2	2
Struktura zákazníků	3						x		5	15
Vlivy prostředí	1				x				3	3
Celkem	16									57

Maximální počet bodů	96
Dosažený počet bodů	57
Hodnocení	59 %

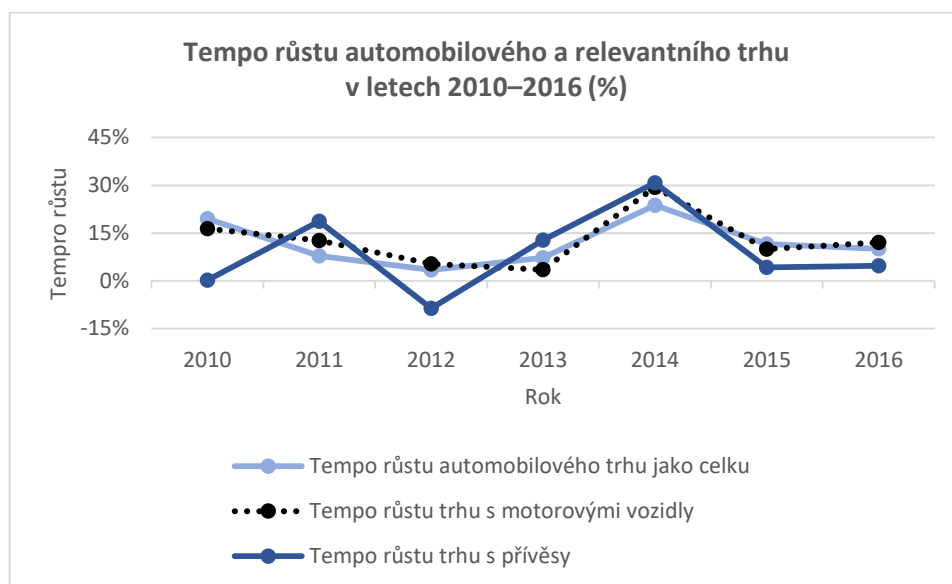
Zdroj: Vlastní zpracování podle MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011a, s. 66.

4.3.1.4.1 Růst trhu

Trh s přívěsy od roku 2009 vykazuje rostoucí trend, pomineme-li mírný pokles v roce 2012, jak bylo patrné z grafu 5 (str. 65) zachycující vývoj trhu s přívěsy. Nárůst výroby

přívěsů v České republice (2016/2009) o zhruba 15 tisíc kusů přispěl významným způsobem k růstu tržeb z prodeje přívěsů, které vzrostly o více než 266 000 tisíc Kč (nárůst o 75 %). Trh s přívěsy tvoří sice pouze 1 % automobilového trhu, ale je významně závislý na výrobě motorových vozidel, bez jejichž existence by nefungoval. Vývoj trhu s výrobou přívěsů v zásadě kopíruje vývoj trhu s výrobou motorových vozidel, jak je vidět na grafu 6. Rostoucí vývoj trhu s automobily přináší tak pro trh přívěsů větší příležitosti spočívající ve zvýšeném prodeji. Stejně jako u trhu s výrobou motorových vozidel orientujících se ve velké míře na export, je primárním cílem tuzemských výrobců zaměřit se na objevování nových odbytišť na zahraničních trzích. Ukazatel růst trhu je vzhledem k jeho stálému růstu a závislosti na výrobě automobilů hodnocen jako mírně pozitivní, tj. 4 body.

Graf 6 Tempo růstu automobilového průmyslu (%)



Zdroj: Vlastní zpracování, ČSÚ (k 14. 10. 2017)

4.3.1.4.2 Velikost trhu

Trh s přívěsy je v porovnání s trhem automobilů výrazně menší, ale i přesto je jeho velikost hodnocena jako mírně pozitivní, tj. 4 body. Důvodem je především vymezení trhu na celém území České republiky a navýšení výroby přívěsů a tržeb v posledních letech.

4.3.1.4.3 Intenzita konkurence

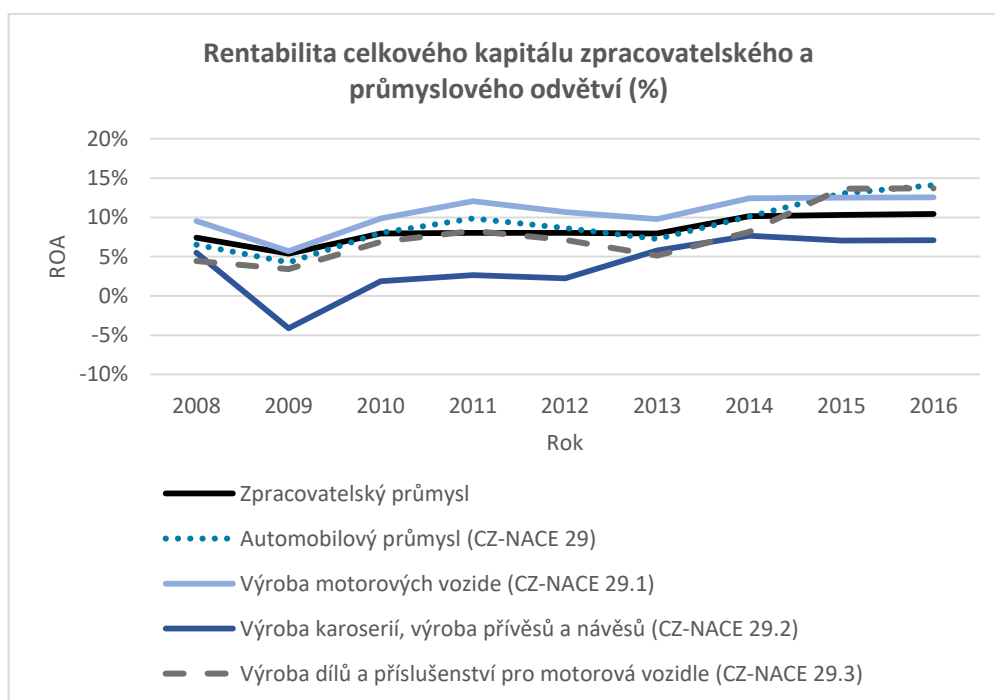
Na českém území působí mnoha firem zabývajících se výrobou a prodejem přívěsů, což směřuje jak ke snížení potenciálního růstu tržního podílu, tak k nezbytnému zajišťování vysoké kvality výroby a prodejního servisu v rámci intenzivního konkurenčního boje.

Na trhu působí nejen známé, velké společnosti, ale i menší regionální výrobci a také především zahraniční producenti distribuující své produkty prostřednictvím obchodních řetězců. Nicméně síla velkých podniků dlouhodobě figurujících na českém trhu je značná, a proto může být pro nové, malé výrobce obtížné se se svými výrobky na trhu prosadit. Intenzita konkurence je tak hodnocena jako mírně negativní, tedy 2 body.

4.3.1.4.4 Průměrná rentabilita

Výroba přívěsů a návěsů, včetně výroby karosérií (skupina CZ-NACE 29.2) má dlouhodobě nejnižší rentabilitu celkového kapitálu v rámci celého automobilového i zpracovatelského průmyslu, jak je patrné z grafu 7. Rentabilita CZ-NACE 29.2 se ve sledovaném období pohybuje průměrně kolem 4 %. Důvodem takto nízké rentability mohou být především rostoucí ceny materiálových a energetických vstupů a kapitálová náročnost spojená s rostoucí automatizací a technologickou pokročilostí výroby. Lze předpokládat, že samostatná výroba přívěsů bez výroby karosérií bude vykazovat dlouhodobou průměrnou rentabilitu na podobné úrovni. Rentabilita celkového kapitálu trhu s přívěsy je tak hodnocena jako průměrná, tj. 3 body.

Graf 7 Rentabilita celkového kapitálu zpracovatelského a průmyslového odvětví (%)



Zdroj: Vlastní zpracování, MPO (k 14. 10. 2017)

4.3.1.4.5 Bariéry vstupu

Potenciální výrobce přívěsů je při vstupu na trh vystaven řadě těžko překonatelných překážek spočívajících především v investičně nákladné výstavbě výrobních hal a pořízení odpovídajících technologií. Stroje a zařízení musí být vzhledem k existující konkurenci moderní a kvalitní, což vyžaduje značné výdaje peněžních prostředků. Další bariérou vstupu do odvětví je absence kontaktů s odběrateli, zatímco výrobci působící na trhu mají se svými zákazníky díky dlouhodobé spolupráci již vybudované pevné vztahy. Za bariéru vstupu na trh lze také považovat homologaci a zkušebnu veškerých nových přívěsů spadajících do kategorie dopravních prostředků včetně obstarání jejich technických průkazů. To vše vyžaduje další finanční náklady. Kritérium bariéry vstupu je tak hodnoceno jako mírně pozitivní, tj. 4 body.

Případný výstup z odvětví může být naopak představovat nižší finanční náročnost než vstup. Důvodem je, že výrobní haly, stroje či zařízení mohou být prodány konkurenčním podnikům či společností působících v jiných odvětvích zpracovatelského průmyslu.

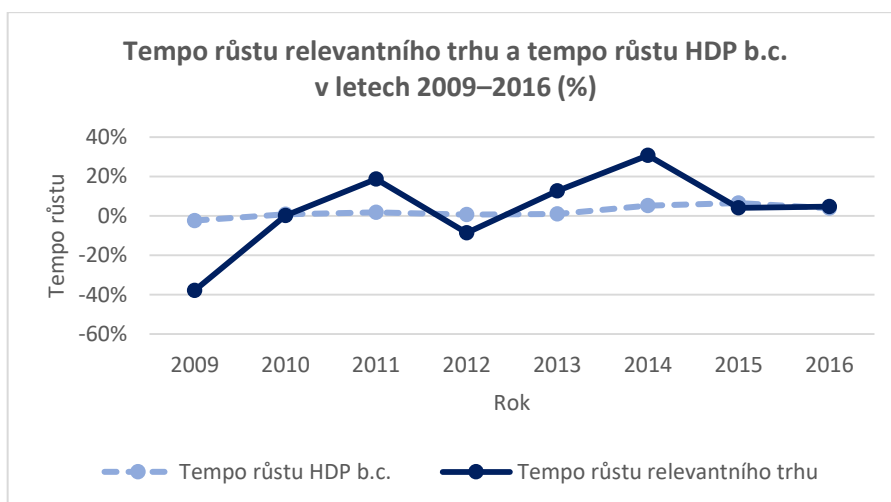
4.3.1.4.6 Možnosti substituce

Substitutem pro přívěsy jsou především dodávky (užitkové vozy). Užitkové vozy mají však vyšší pořizovací cenu v porovnání s přívěsy a také jejich účel použití je omezen dispozicemi automobilu, a to jak nákladovým prostorem, tak celkovou nosností. Kritérium možnosti substituce je ohodnoceno jako průměrné, tj. 3 body.

4.3.1.4.7 Citlivost na konjunkturu

Trh s přívěsy vykazuje procyklické chování, přičemž jeho tempo růstu se projevuje intenzivnějším způsobem než tempo růstu HDP, jak je zachyceno v grafu 8. Přívěsy se tak jeví jako zbytné zboží, po kterém v příznivých časech ekonomického růstu poptávka rapidně roste, a naopak v dobách poklesu ekonomické aktivity rychle klesá. Vzhledem ke značné citlivosti trhu s přívěsy na vývoj hospodářského cyklu je kritérium citlivost na konjunkturu hodnoceno jako mírně negativní, tedy 2 body.

Graf 8 Tempo růstu HDP b.c. a relevantního trhu (%)



Zdroj: Vlastní zpracování, ČSÚ (k 14. 10. 2017)

4.3.1.4.8 Struktura zákazníků

Struktura zákazníků je velice rozmanitá, neboť zahrnuje jak koncové spotřebitele, tak výrobce, obchodníky i zákazníky z vládního trhu. Zákazníkům jsou kromě klasických přívěsů sériové výroby nabízeny i speciální přívěsy vyrobené na zakázku. Průměrná cena standardního přívěsu se pohybuje kolem 16 tisíc Kč, přičemž cena může být upravována vzhledem ke konkurenci a snaze zkvalitňovat a inovovat přívěsy. Kritérium struktura zákazníků je ohodnoceno jako středně pozitivní, tedy 5 body.

4.3.1.4.9 Vlivy prostředí

Trh s přívěsy je ovlivněn zejména technologickým vývojem, se kterým musí neustále držet krok. To si podniky působící na relevantním trhu hlídají zejména v rámci konkurenčního soupeření. Za další vlivy lze považovat ceny surovin, zejména elektrické energie, hliníku a oceli. Technické a bezpečnostní normy jsou v současné době natolik rozvinuté, že nelze očekávat značné změny v nákladech podniků činných v oblasti výroby přívěsů. Podniky totiž dnes splňují přísná technická a bezpečnostní kritéria a disponují různými certifikáty kvality. V teritoriu trhu s přívěsy tak nepůsobí žádné výraznější vlivy prostředí, a proto je toto kritérium hodnoceno jako průměrné, tedy 3 body.

4.3.1.4.10 Závěr analýzy atraktivity trhu

V rámci provedené analýzy atraktivity trhu bylo dosaženo 57 bodů z celkových 96 bodů, což představuje 59 %. Dle tohoto dosaženého výsledku lze atraktivitu trhu s přívěsy označit

jako mírně nadprůměrnou. Kladně byl hodnocen především poměrně stabilní růst trhu a jeho přiměřená velikost, těžko překonatelné bariéry vstupu do odvětví a v neposlední řadě široké spektrum a počet zákazníků. Naopak negativně byla hodnocena citlivost trhu s přívěsy na vývoj hospodářského cyklu a existující konkurence v odvětví. Analýza odhalila určité šance a rizika svázána s tímto odvětvím, která jsou uvedena v následující tabulce 9.

Tabulka 9 Příležitosti a hrozby relevantního trhu

PŘÍLEŽITOSTI	HROZBY
+ možnost expanze na zahraniční trhy	– konkurence ze zahraničí
+ možnost vytlačení malých výrobců a prodejců přívěsů	– méně kvalitní a levnější přívěsy ze zahraničí či naopak kvalitnější přívěsy ze zahraničí
+ pozice výhradního výrobce a prodejce přívěsů všech kategorií v ČR	– růst cen materiálových a energetických vstupů (vývoj cen ropy)
+ zvyšování investic do automatizace a technologií – naplňování vize průmyslu 4.0	– snižování cen ze strany konkurence na českém trhu
+ možnost zvyšovat tržby prodejem kvalitnějších a inovovanějších přívěsů	– možný pokles trhu s novými i ojetými automobily – pokles prodeje přívěsů
+ navázání spolupráce s novými partnery (obchodními řetězci)	– možná hospodářská krize na světových trzích – pokles prodeje přívěsů

Zdroj: Vlastní zpracování

4.3.1.5 Prognóza vývoje relevantního trhu

Před samotnou tvorbou vlastní prognózy vývoje trhu s přívěsy je nezbytné vymezit **faktory ovlivňující vývoj relevantního trhu**. Za první skupinu faktorů mající vliv na vývoj trhu lze považovat z tzv. faktorů národohospodářských zejména hrubý domácí produkt v běžných cenách, dále inflaci vyjádřenou pomocí indexu spotřebitelských cen, ceny průmyslových výrobců a míru nezaměstnanosti. Za další klíčové faktory působící na vývoj trhu lze uvažovat počet obyvatel a průměrnou hrubou měsíční mzdu. Vývoj trhu s přívěsy může být taky ovlivňován nákupními zvyklostmi, které jsou však proměnlivé a lze je nejlépe vyjádřit faktorem času. Vývoj těchto zmíněných faktorů od roku 2008 do roku 2016 včetně jejich střednědobého pětiletého výhledu je vyčíslen v tabulce 10.

Tabulka 10 Vývoj a prognóza faktorů ovlivňujících relevantní trh v ČR v čase

	Rok	HDP b.c.		Míra inflace		Průměrná mzda v ČR		Míra nezaměstnanosti		Počet obyvatel		Index cen průmyslových výrobců	
		mil. Kč	Tempo růstu	% (průměr)	Tempo růstu	Kč	Tempo růstu	% (průměr)	Tempo růstu	Střední stav obyv. v tis.	Tempo růstu	% (průměr)	Tempo růstu
Minulost	2008	4 024 117	x	6,4	x	22 592	x	4,4	x	10 430	x	4,5%	x
	2009	3 930 409	-2,3%	1,1	-83,5%	23 344	3,3%	6,7	51,7%	10 491	0,6%	-3,1%	-168,9%
	2010	3 962 464	0,8%	1,5	39,7%	23 864	2,2%	7,3	9,3%	10 517	0,2%	1,3%	-141,9%
	2011	4 033 755	1,8%	1,9	30,7%	24 455	2,5%	6,7	-7,6%	10 497	-0,2%	5,1%	292,3%
	2012	4 059 912	0,6%	3,3	71,7%	25 067	2,5%	7,0	3,8%	10 509	0,1%	2,1%	-58,8%
	2013	4 098 128	0,9%	1,4	-57,0%	25 035	-0,1%	7,0	-0,4%	10 511	0,0%	0,8%	-61,9%
	2014	4 313 789	5,3%	0,4	-73,0%	25 768	2,9%	6,1	-12,2%	10 525	0,1%	-0,8%	-200,0%
	2015	4 595 783	6,5%	0,3	-12,7%	26 591	3,2%	5,0	-17,4%	10 543	0,2%	-3,2%	300,0%
	2016	4 773 240	3,9%	0,7	102,5%	27 575	3,7%	4,0	-20,8%	10 565	0,2%	-3,3%	3,1%
Prognóza	2017	4 910 000	2,9%	2,2	225,9%	28 871	4,7%	3,2	-20,0%	10 531	-0,3%	2,2%	-166,7%
	2018	5 147 000	4,8%	1,8	-18,2%	30 199	4,6%	2,9	-9,4%	10 530	0,0%	1,5%	-31,8%
	2019	5 353 000	4,0%	1,6	-11,1%	31 558	4,5%	2,9	0,0%	10 527	0,0%	1,4%	-6,7%
	2020	5 557 000	3,8%	1,5	-6,3%	32 947	4,4%	2,9	0,0%	10 523	0,0%	1,4%	0,0%
	2021	5 799 000	4,4%	1,5	0,0%	34 363	4,3%	2,9	0,0%	10 516	-0,1%	1,5%	7,1%

Zdroj: Vlastní zpracování; ČSÚ (minulost: HDP b.c., míra inflace, průměrná mzda, míra nezaměstnanosti, počet obyvatel); Kurzy.cz (minulost: index cen výrobců); Deloitte (prognóza: HDP b.c., míra inflace, průměrná mzda, počet obyvatel, ceny výrobců); MFČR (prognóza: míra nezaměstnanosti); (k 21. 10. 2017)

Celkový hospodářský vývoj České republiky odrážející se ve vývoji HDP lze hodnotit jako pozitivní. HDP od roku 2014 roste rychlým tempem a jeho růst je očekáván dle prognóz společnosti Deloitte i do budoucna. Rychlý růst ekonomiky v posledních letech přispívá i ke zlepšení situace na trhu práce. Míra nezaměstnanosti od roku 2013 klesá a je očekáváno, že v tomto trendu bude pokračovat i nadále. Rostoucí zaměstnanost se tak projevila i ve mzdové dynamice, která nabírá stále na síle a dle střednědobého výhledu stále bude. I přestože v posledních třech letech dochází k oživení ekonomiky, inflace se stále drží v blízkosti nuly. Do budoucna je však očekáván její nárůst, neboť dle společnosti Deloitte rychlý růst ekonomiky by se měl projevit tlakem na vyšší mzdy, což se zčásti promítne také do inflace spotřebitelských cen. Tyto poznatky o vývoji a prognóze faktorů ovlivňujících trh budou vzaty v úvahu při odhadu velikosti budoucího trhu s přívěsy.

Pro **prognózu vývoje relevantního trhu** využijeme statistické metody v podobě analýzy časového trendu a regresní analýzy. Výběr vhodných proměnných a regresních funkcí pro trh s přívěsy byl proveden pomocí Pearsonova korelačního koeficientu, který posuzuje sílu závislosti mezi kvantitativními znaky (tj. HDP, průměrná mzda, míra nezaměstnanosti, počet obyvatel, ceny průmyslových výrobců a tržeb relevantního trhu). Z výše Pearsonova korelačních koeficientů se ukázala silná pozitivní závislost mezi vývojem HDP

a sledovaným relevantním trhem (korelační koeficient zhruba 81 %). Dále se ukázala silná negativní korelace mezi vývojem míry nezaměstnanosti a trhu s přívěsy (korelační koeficient zhruba 89 %). Za vysvětlující proměnnou je zvoleno pouze HDP, neboť je vycházeno z předpokladu, že pozitivní vývoj ekonomiky se odráží v klesající míře nezaměstnanosti. HDP je tak považováno za nejvhodnější nástroj k prognóze vývoje relevantního trhu. O využití inflace v jednoduché regresní funkci není uvažováno, neboť je pracováno s HDP v běžných cenách, které v sobě již inflaci zahrnuje. Také bude sledována závislost relevantního trhu na čase, neboť čas může postřehnout vývoj nákupních zvyklostí, popřípadě i jiné faktory, které jsou obtížně kvantifikovatelné a zachytitelné jiným způsobem. Vzájemné korelační koeficienty tak umožňují aplikování následujících funkcí:

- analýza časového trendu,
- jednoduchá regresní analýza s regresorem HDP b.c.

4.3.1.5.1 Analýza časového trendu

Analýza časového trendu se opírá o analýzu časové řady dosavadního vývoje tržeb na trhu s přívěsy. Tržby trhu s přívěsy byly stanoveny v rámci vymezení velikosti relevantního trhu v peněžních jednotkách (str. 64–65). V rámci analýzy časového trendu byla nejdříve zkonstruována časová řada zachycující historický vývoj tržeb relevantního trhu, která byla následně proložena spojnicí trendu. Časová řada dosavadního vývoje tržeb trhu s přívěsy byla testována funkcí lineární, exponenciální a logaritmickou. Po proložení časové řady dosavadního vývoje trhu s přívěsy spojnicí trendu byla zkoumána vypovídající schopnost jednotlivých funkcí. Ta je dána indexem determinace, resp. korelačním koeficientem (korelační koeficient je roven druhé odmocnině indexu determinace). U obou koeficientů platí, že čím více se blíží jejich hodnota k číslu jedna, tím je vypovídací schopnost větší a nalezený model kvalitnější.

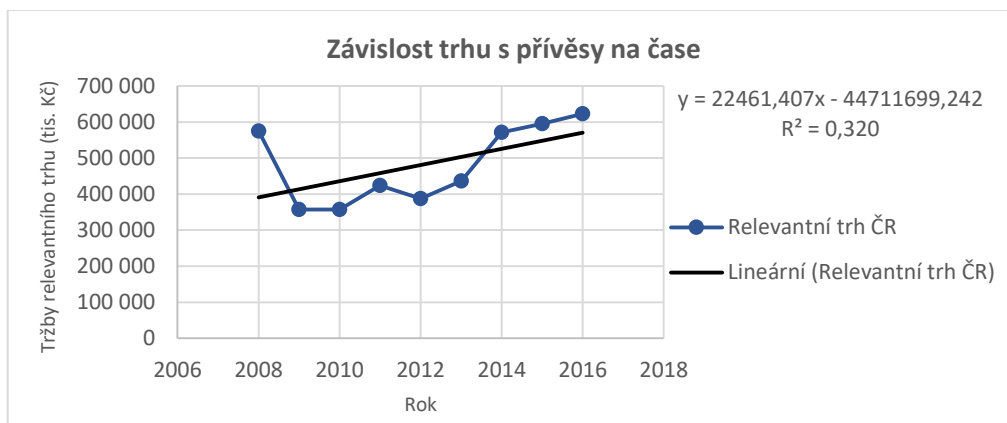
Testování jednotlivých funkcí ukázalo, že jejich vypovídací schopnost je velmi nízká, index determinace se pohyboval kolem 30 %. Za hlavní příčinu lze považovat především krátkou časovou základnu pro testování jednotlivých funkcí. Omezení na časovou osu v rozmezí let 2008 až 2016 bylo způsobeno nedostatkem dat starších než rok 2008. Důvodem je, že Svaz dovozců automobilů začal evidovat údaje o počtu prodaných přívěsů na území České republiky až od roku 2008 a počet prodaných přívěsů byl právě stěžejní pro odhad velikosti trhu s přívěsy. Velikost trhu s přívěsy byla totiž stanovena na základě součinu prodaných kusů přívěsů na českém území a průměrné ceny přívěsu. I přes tento nedostatek

Lze jednotlivé modely považovat za vypovídající, neboť je předpokládáno, že při delší časové základně by jejich vypovídací schopnost vzrostla.

Z výsledků jednotlivých funkcí se nejvhodnějším modelem jeví lineární funkce, jejíž korelační koeficient činil 56,57 %. Korelační koeficient u exponenciální funkce dosahoval hodnoty 56,39 %, u logaritmické funkce 56,48 %. Při výpočtu tržeb podle testovaných funkcí a při následném testování jejich odchylek od skutečných tržeb trhu bylo zjištěno, že nejlépe se jeví jak funkce lineární, tak i logaritmická. Tyto funkce vykazovaly stejné charakteristiky chybovosti, což lze vzhledem ke stejnému přírůstku nezávislé proměnné (rok) považovat za logické. Jako výsledná funkce byla však nakonec zvolena funkce lineární, a to z důvodu její jednoduchosti. Časový trend vývoje trhu s přívěsy mezi lety 2008 až 2016 proložený právě lineární funkcí je zobrazen grafem 9. Veškeré výsledky analýzy časového trendu včetně grafů ostatních funkcí a testování odchylek od skutečných tržeb trhu jsou k nahlédnutí v příloze 2. Výsledná prognóza trhu bude tak vypočítána na základě lineární rovnice ve tvaru:

$$\text{sledovaný trh (tis. Kč)} = -44\,711\,699,242 + 22\,461,407 \cdot \text{rok.}$$

Graf 9 Časový trend vývoje trhu s přívěsy v letech 2008–2016 proložený lineární funkcí



Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná prognóza vývoje relevantního trhu v letech 2017 až 2021 dle analýzy časového trendu je vyčíslena v tabulce 11 a zachycena grafem 10. Průměrné tempo růstu trhu s přívěsy v minulém období činilo 3,1 %. Do budoucna lze očekávat jeho další nárůst. Na základě analýzy časového trendu (lineární funkcí) bylo zjištěno, že trh s přívěsy může růst průměrným tempem růstu 3,7 %. Při výsledné predikci budoucího vývoje trhu s přívěsy bude k výsledkům analýzy časového trendu přihlédnuto, avšak nebudou brány za stěžejní.

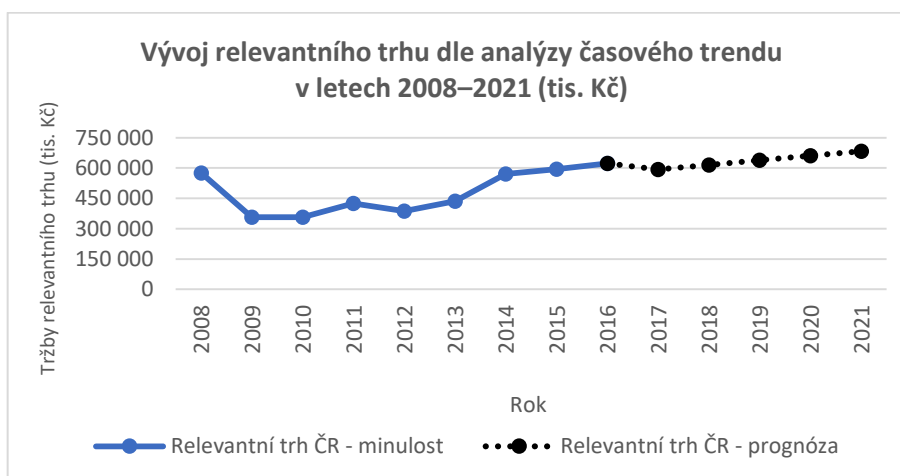
Důvodem je, že výsledné průměrné tempo růstu trhu s přívěsy je nižší o 3 procentní body, než je průměrné tempo růstu predikovaného HDP. A vzhledem k faktu, že trh s přívěsy spadá do oblasti automobilového průmyslu, které dle analýzy vnějšího prostředí je velmi perspektivní, lze tak i u trhu s přívěsy očekávat vyšší tempo růstu.

Tabulka 11 Prognóza vývoje relevantního trhu dle analýzy časového trendu

	Rok	Skutečnost		Teoretické hodnoty	
		Relevantní trh ČR (tis. Kč)	Tempo růstu	Čas (lineární funkce)	Tempo růstu
Minulost	2008	574 536	x	390 806	
	2009	356 906	-37,9 %	413 267	
	2010	357 379	0,1 %	435 729	
	2011	424 053	18,7 %	458 190	
	2012	387 418	-8,6 %	480 652	
	2013	436 658	12,7 %	503 113	
	2014	571 067	30,8 %	525 574	
	2015	594 831	4,2 %	548 036	
	2016	623 018	4,7 %	570 497	
Prognóza	2017			592 959	3,9 %
	2018			615 420	3,8 %
	2019			637 881	3,6 %
	2020			660 343	3,5 %
	2021			682 804	3,4 %
Průměrný růst			3,1 %		3,7 %
Korelační koeficient				56,57 %	

Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 10 Vývoj tržeb relevantního trhu dle analýzy časového trendu v letech 2008–2021 (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

4.3.1.5.2 Jednoduchá regresní analýza – regresor HDP b.c.

Regresní analýza je obecně využívána k modelaci vztahu mezi velikostí poptávky a různými faktory ovlivňujícími tuto poptávku. Zde bude využita jednoduchá regresní analýza, v rámci které bude testována závislost vývoje tržeb trhu s přívěsy na vývoji HDP v běžných cenách. Pro zjištění závislosti mezi trhem s přívěsy a zvoleným regresorem byla zkoumána funkce lineární, exponenciální a logaritmická.

Regresní koeficienty byly získány prostřednictvím analytického modulu tabulkového procesoru Excel, jehož výstupy jsou k nahlédnutí v příloze 3. Nejlepší modelem se jeví funkce logaritmická a poté funkce lineární. Funkce logaritmická dosahovala indexu determinace v hodnotě 66 % a korelačního koeficientu v hodnotě 81,24 %. Index determinace u funkce lineární činil 65,20 % a korelační koeficient 80,75 %. Tyto závěry byly následně ověřeny pomocí predikčního testování, v rámci kterého byly předpověděny tržby pomocí jednotlivých funkcí. Ukázalo se, že funkce logaritmická a lineární předpovídají poměrně stejné hodnoty. To potvrdilo i relativní srovnání těchto předpověděných tržeb jednotlivými funkcemi se skutečnými tržbami relevantního trhu. Při využití HDP jako nezávislé proměnné se nejvhodnějším modelem jeví funkce logaritmická, která vykazuje nejmenší kumulativní a maximální odchylku od skutečných hodnot. Druhým nejvhodnějším modelem je z pohledu kvality funkce lineární, tedy lineární závislost relevantního trhu na HDP. Veškeré výsledky regresní analýzy společně s testováním odchylek od skutečných tržeb trhu jsou uvedeny v příloze 3. Výsledná prognóza tržeb relevantního trhu bude stanovena na základě následujících rovnic:

$$\begin{aligned} \text{sledovaný trh (tis. Kč)} &= -27\,869\,640,450 + 1\,279\,578,350 \cdot \ln(\text{HDP}); \\ \text{sledovaný trh (tis. Kč)} &= -752\,148 + 0,0003 \cdot \text{HDP}. \end{aligned}$$

Výsledná prognóza vývoje relevantního trhu mezi lety 2017 a 2021 na základě regresní závislosti na HDP je vyčíslena v tabulce 12. Regresní analýza prostřednictvím logaritmické funkce předpověděla průměrné tempo růstu relevantního trhu 6,7 %. Lineární závislost na HDP poskytla naopak prognózu průměrného tempa trhu vyšší, a to v hodnotě 7,9 %.

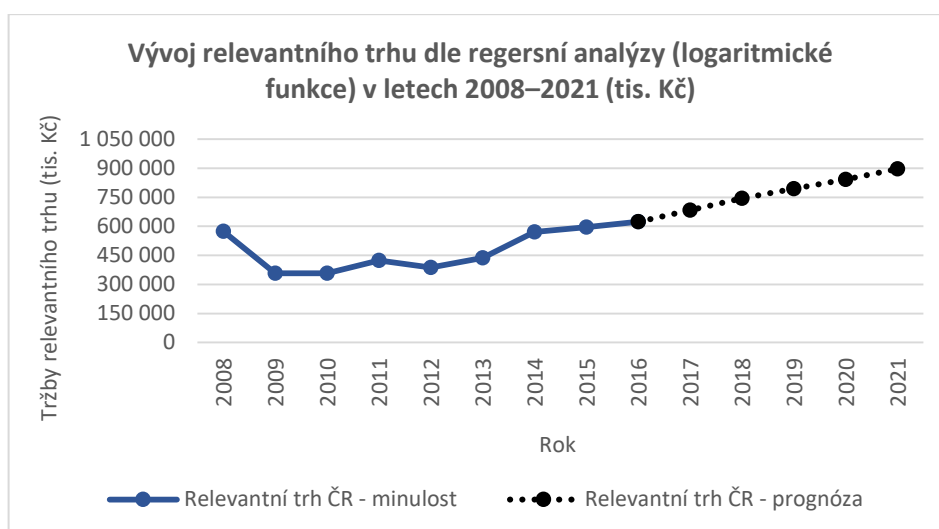
Tabulka 12 Prognóza vývoje relevantního trhu dle regresní závislosti na HDP

	Rok	Skutečnost		Teoretické hodnoty					
		Relevantní trh ČR (tis. Kč)	Tempo růstu	Čas (lineární funkce)	Tempo růstu	HDP (logarit. funkce)	Tempo růstu	HDP (lineární funkce)	Tempo růstu
Minulost	2008	574 536	x	390 806		428 966		429 289	
	2009	356 906	-37,9 %	413 267		398 816		401 777	
	2010	357 379	0,1 %	435 729		409 210		411 188	
	2011	424 053	18,7 %	458 190		432 027		432 118	
	2012	387 418	-8,6 %	480 652		440 298		439 798	
	2013	436 658	12,7 %	503 113		452 286		451 017	
	2014	571 067	30,8 %	525 574		517 911		514 333	
	2015	594 831	4,2 %	548 036		598 937		597 123	
	2016	623 018	4,7 %	570 497		647 415		649 223	
Prognóza	2017			592 959	3,9 %	683 562	5,6 %	689 374	6,2 %
	2018			615 420	3,8 %	743 881	8,8 %	758 955	10,1 %
	2019			637 881	3,6 %	794 096	6,8 %	819 434	8,0 %
	2020			660 343	3,5 %	841 953	6,0 %	879 326	7,3 %
	2021			682 804	3,4 %	896 498	6,5 %	950 375	8,1 %
Průměrný růst			3,1 %		3,7 %		6,7 %		7,9 %
Korelační koeficient				56,57 %		81,24 %		80,75 %	

Zdroj: Vlastní zpracování

Prognózy poskytované regresní analýzou (logaritmickou a lineární funkcí) jsou výrazně vyšší než prognóza získaná analýzou časového trendu. Regresní závislosti na HDP tak více odrážejí reálnou situaci na trhu s přívěsy. Analýza časového trendu je totiž všeobecně více používána pro krátkodobější predikce, nikoliv střednědobé. Využití těchto statistických metod se však jeví jako věrohodné. Nejvhodnějším modelem pro odhad budoucí velikosti trhu s přívěsy je ve výsledku zvolena logaritmická závislost na HDP. Tato funkce vykazuje poměrně dobrou statistickou kvalitu a predikuje průměrné tempo růstu trhu 6,9 %, které se jeví z ekonomického hlediska jako pravděpodobnější v porovnání s ostatními. V dalším období od roku 2022 je očekáváno, že se růst trhu ustálí na úrovni 3,7 %, tedy na úrovni hodnoty predikované analýzou časového trendu. Vývoj relevantního trhu dle regresní analýzy (logaritmické funkce) v letech 2008 až 2021 je zachycen grafem 11.

Graf 11 Vývoj tržeb relevantního trhu dle regresní analýzy v letech 2008–2021



Zdroj: Vlastní zpracování

4.3.2 Analýza vnitřního potenciálu podniku

Hlavním cílem analýzy vnitřního potenciálu podniku je vymezit a zhodnotit dosavadní vývoj tržního podílu oceňované firmy AGADOS a následně identifikovat hlavní konkurenty působící na relevantním trhu stejně jako oceňovaná společnost. Úkolem je také analyzovat konkurenční sílu podniku, a to prostřednictvím stanovení a zhodnocení faktorů ovlivňujících tržní podíl podniku neboli jeho konkurenční sílu. Splnění těchto kroků vytvoří podklad pro určení možných budoucích tržních podílů společnosti.

4.3.2.1 Vymezení tržního podílu podniku

Tržní podíl společnosti AGADOS je vymezen jako podíl tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb k odhadnuté velikosti relevantního trhu. Tržby za prodej výrobků a služeb jsou vztaženy k tuzemským prodejem, a proto představují pouze 60 % celkových tržeb za prodej výrobků a služeb společnosti AGADOS. Tržní podíl společnosti v letech 2008–2016 je vyčíslen v tabulce 13 a jeho vývoj je zachycen grafem 12.

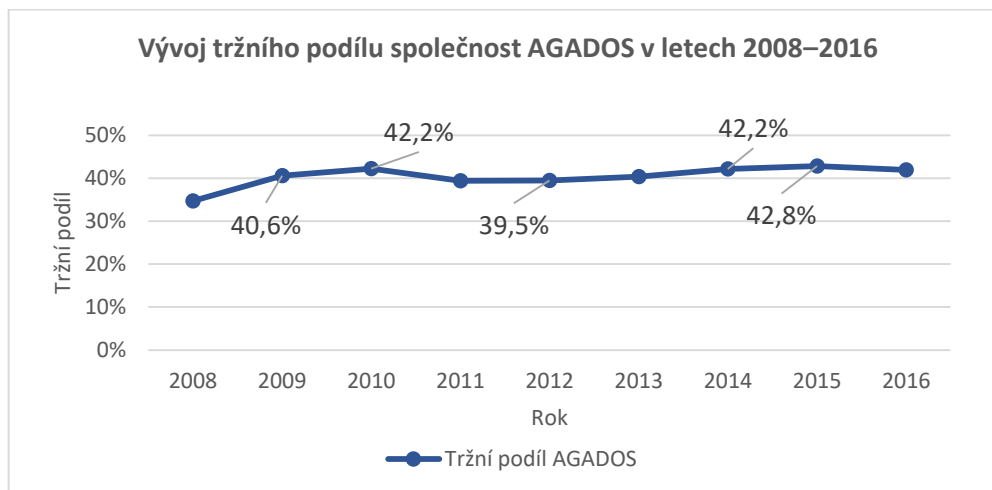
Tabulka 13 Tržní podíl společnosti AGADOS v letech 2008–2016 (%)

Rok	Relevantní trh (tis. Kč)	Tržby AGADOS (tis. Kč)	Tržní podíl AGADOS (tis. Kč)
2008	574 536	199 330	34,7 %
2009	356 906	144 941	40,6 %
2010	357 379	150 967	42,2 %
2011	424 053	166 897	39,4 %

2012	387 418	152 872	39,5 %
2013	436 658	176 342	40,4 %
2014	571 067	240 713	42,2 %
2015	594 831	254 539	42,8 %
2016	623 018	260 964	41,9 %

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2008–2016

Graf 12 Vývoj tržního podílu společnosti AGADOS v letech 2008–2016 (%)



Zdroj: Vlastní zpracování

Tržní podíl společnosti AGADOS se v letech 2008 až 2016 průměrně pohybuje kolem 40 %. V roce 2010 společnost zaujímala tržní podíl 42,2 %, a to především díky ukončení činnosti řady menších výrobců přívěsů právě vlivem ekonomické krize. Od roku 2011 zvyšuje AGADOS dynamicky svůj tržní podíl, a to zejména díky získávání nových významných odběratelů v obchodních řetězcích (jmenujme alespoň Hornbach a Baumax) a průběžnými značnými investicemi do výstavby nových hal a nových technologií. V roce 2016 došlo k mírnému poklesu tržního podílu, který firma ztrácí v důsledku přílišné robustnosti přívěsů v kategorii O2, která je pro ni zároveň nejziskovějším sektorem. Firma chce však nadále zvyšovat svůj tržní podíl, a proto rozšířila svoji nabídku o výrobu přívěsů kategorie O3, což jí otevírá dveře k novým skupinám odběratelům a k novým trhům.

4.3.2.2 Identifikace hlavních konkurentů podniku

Společnost AGADOS je největším výrobcem přívěsných vozíků na českém trhu. V současné době má pouze jednoho tuzemského hlavního konkurenta, který by mohl ohrožit

její postavení, a tím je společnost VEZEKO s.r.o. Mezi další výrobce přívěsů působících na českém trhu patří například Maro Kralovice spol. s r. o. a SACHER-PŘÍVĚSY s.r.o.

Společnost VEZEKO s.r.o. (dále jen Vezeko) z Velkého Meziříčí působí na českém trhu již od roku 1996. Zabývá se výrobou přívěsů za osobní i nákladní automobily o celkové hmotnosti 3 500 kg (kategorie O1 a O2) a dále výrobou užitkových nástaveb nákladních automobilů. Mimo to společnost vyrábí přívěsy o celkové hmotnosti nad 3 500 kg, popřípadě speciální nástavby (např. hydraulické ruky, kontejnerové nástavby, hasičské nástavby). Prodej přívěsů na domácím trhu je řešen sítí smluvních prodejců ve všech krajích České republiky a také přímým prodejem jak v sídle firmy ve Velkém Meziříčí, tak podnikovými prodejny v Brně, ve Zlíně, v Modleticích u Prahy, v Českých Budějovicích a v Hradci Králové. Vezeko nabízí také servis přívěsů vlastní výroby i jiných značek včetně prodeje náhradních dílů a příslušenství pro přívěsy (Vezeko, 2017, [online]).

Společnost Maro Kralovice spol. s r. o. (dále jen Maro Kralovice) z Kralovic byla založena v roce 1992 jako rodinná firma a od té doby se orientuje na výrobu autopřívěsů kategorie O1 a O2, tj. do celkové hmotnosti 3 500 kg. Od roku 2003 vyrábí také valníkové a skříňové nástavby včetně nástaveb pro převoz osobních automobilů. Společnost se dále orientuje na výrobu tandemových přívěsů o celkové hmotnosti do 18 000 kg a na výrobu přepravníků lehké mechanizace do celkové hmotnosti 6 000 kg. Maro Kralovice nabízí kromě prodeje přívěsů také jejich servis, prodej náhradních dílů a výrobu autoplachet včetně jejich potisku (Maro Kralovice, 2017, [online]).

Společnost SACHER-PŘÍVĚSY s.r.o. (dále jen Sacher) z Úpice se od roku 1990 věnuje výrobě přívěsných vozíků za osobní a užitkové automobily, a to brzděného i nebrzděného typu kategorie O1 a O2. Ve vlastních prostorách v Úpici zajišťuje servisní prohlídky a kompletní opravy přívěsů a prodej náhradních dílů pro přívěsy. Smluvní prodejce lze najít například v Jihlavě, Mladé Boleslavi, Náchodě a Pardubicích (Sacher, 2017, [online]).

Při srovnání společnosti AGADOS s ostatními konkurenčními podniky z hlediska prodeje přívěsných vozíků mezi lety 2008 až 2016 (tabulka 14) je patrné, že největší podíl na prodeji přívěsů zaujímá právě AGADOS. Za sledované období prodal průměrně téměř 12 300 kusů přívěsů, přičemž jeho hlavní konkurent Vezeko pouze 1 800 kusů. AGADOS si tak z hlediska objemu prodaných kusů přívěsů obhájí své prvenství předního českého výrobce a prodejce přívěsných vozíků.

Tabulka 14 Počet prodaných přívěsů v ČR vybranými výrobci v letech 2008–2016

Výrobce (ks)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Maro Kralovice	1 520	1 091	966	1 176	790	739	733	849	922
Sacher	971	752	535	625	400	437	444	433	545
Vezeko	1 724	1 720	1 539	1 513	1 372	1 477	1 788	2 171	2 827
AGADOS	12 579	11 001	11 014	11 627	10 828	11 262	12 613	13 954	14 679

Zdroj: Vlastní zpracování, SDA (k 17. 10. 2017)

Společnost Maro Kralovice a Sacher představují pro AGADOS konkurenci především z hlediska jejich dlouholetého působení na trhu a počtu prodávaných přívěsů, kterým ukrajují společnosti AGADOS určitý tržní podíl. Z hlediska počtu zaměstnanců, čistého obratu, velikosti majetku a obecně veškerých finančních údajů se jedná o nesrovnatelné podniky, jak je patrné z tabulky 15.

Tabulka 15 Srovnání vybraných položek účetních výkazů konkurenčních podniků za rok 2015

Výrobce	Aktiva (tis. Kč)	VK (tis. Kč)	CZ (tis. Kč)	Tržby (tis. Kč)	VH (tis. Kč)	Obrat (tis. Kč)	Počet zaměstnanců
Maro Kralovice	47 575	31 069	16 371	21 660	-1 413	10 000–30 000	20–24
Sacher	6 411	5 952	436	9 843	436	10 000–30 000	1–5
Vezeko	198 689	88 323	109 595	389 097	7 693	300 000–500 000	200–250
AGADOS	249 197	112 284	134 487	424 282	36 360	300 000–500 000	100–200

Výrobce	ROA	ROE	Běžná likvidita	Obrat aktiv	Celková zadluženost	Úrokové krytí	Pracovní kapitál (tis. Kč)
Maro Kralovice	-3 %	-5 %	3,67	0,5	34 %	x	13 518
Sacher	8 %	9 %	13,98	1,5	7 %	x	5 361
Vezeko	6 %	15 %	1,91	2,0	55 %	11,7	41 927
AGADOS	19 %	32 %	2,25	1,8	54 %	32,8	83 647

Pozn.: Tržby = Tržby za vlastní výrobky a služby

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., VEZEKO s.r.o., Maro Kralovice spol. s r. o., SACHER-PŘÍVĚSY s.r.o., účetní výkazy 2015; databáze Merk

Na základě výše vybraných ukazatelů za rok 2015¹⁶ lze však porovnat AGADOS s jeho největším konkurentem, a to s firmou Vezeko. Vezeko má srovnatelnou kapitálovou strukturu se společností AGADOS, kdy 45 % tvoří vlastní kapitál a 55 % tvoří cizí zdroje.

¹⁶ Rok 2015 byl vybrán při srovnání konkurenčních podniků z důvodu nedostupnosti účetních výkazů za rok 2016 společností Vezeko a Maro Kralovice k datu zpracování (tj. k 17. 10. 2017).

Vezeko však dosahuje výrazně nižšího výsledku hospodaření, který byl v roce 2015 menší o téměř 28 700 tisíc Kč než výsledek hospodaření firmy AGADOS. I přestože Vezeko dosahuje určité rentability vlastního kapitálu i majetku, oba ukazatele jsou o více než polovinu nižší než u oceňované společnosti, která tak dokáže lépe zhodnocovat vložené prostředky a efektivněji využívat svůj majetek. Celková zadluženost je shodná u obou podniků a pohybuje se kolem 55 %. Vezeko na rozdíl od firmy AGADOS lépe hospodaří s pracovním kapitálem a nezadržuje tak zbytečně mnoho prostředků. Kompletní finanční analýza oceňované společnosti AGADOS je popsána v podkapitole 4.4 a zkrácená finanční analýza konkurenční podniků je k nahlédnutí v příloze 4.

Společnost AGADOS má výsadní postavení na trhu, což potvrzuje tabulka 16 i graf 13, který zachycuje vývoj tržních podílů firmy AGADOS a jeho hlavních konkurentů. Tržní podíl podniku AGADOS činil mezi lety 2011 až 2015 průměrně 41 %, přičemž jeho největší konkurent Vezeko zaujímal průměrně 37 %. Zatímco tržní podíl firmy AGADOS pozvolna stabilně rostl, podíl firmy Vezeko mírně klesal. Ostatní vybraní konkurenti zauímají velmi malý podíl na trhu, avšak při uvážení ostatních výrobců přívěsů, kterých je v České republice několik desítek, je jejich podíl i tak značný. Tržní podíl společnosti Maro Kralovice ve sledovaném období však klesá, firma Sacher svůj podíl na trhu stabilně udržuje.

Tabulka 16 Tržní podíly jednotlivých společností v letech 2011–2015

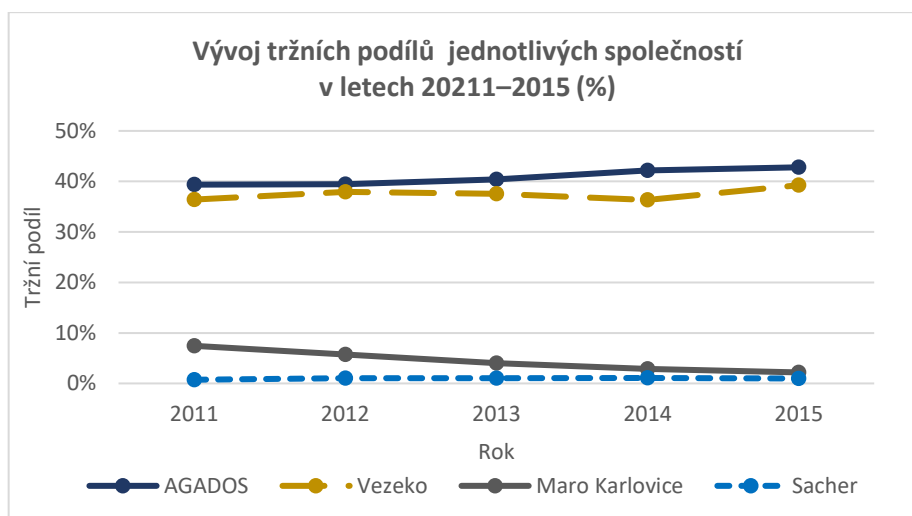
Rok	Relevantní trh (tis. Kč)	Tržby AGADOS (tis. Kč)	Tržní podíl AGADOS	Tržby Vezeko (tis. Kč)	Tržní podíl Vezeko	Tržby Maro Kralovice (tis. Kč)	Tržní podíl Maro Kralovice	Tržby Sacher (tis. Kč)	Tržní podíl Sacher
2011	424 053	166 897	39,4 %	154 505	36,4 %	31 562	7,4 %	3 100	0,7 %
2012	387 418	152 872	39,5 %	146 860	37,9 %	22 106	5,7 %	3 993	1,0 %
2013	436 658	176 342	40,4 %	163 841	37,5 %	17 559	4,0 %	4 496	1,0 %
2014	571 067	240 713	42,2 %	207 489	36,3 %	16 313	2,9 %	6 173	1,1 %
2015	594 831	254 539	42,8 %	233 458	39,2 %	12 996	2,2 %	5 906	1,0 %

Pozn.: Tržby = Tržby za vlastní výrobky a služby¹⁷

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., VEZEKO s.r.o., Maro Kralovice spol. s r. o., SACHER-PŘÍVĚSY s.r.o., účetní výkazy 2011–2015

¹⁷ Tržby jsou vztaženy k domácí produkci, a proto představují pouze 60 % celkových tržeb jednotlivých společností.

Graf 13 Vývoj tržních podílů jednotlivých společností v letech 2011–2015 (%)



Zdroj: Vlastní zpracování

4.3.2.3 Analýza konkurenční síly podniku

Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku je provedena prostřednictvím hodnocení jednotlivých faktorů ovlivňující jeho postavení na trhu. V rámci analýzy je vybráno celkem deset faktorů, které jsou rozděleny na přímé a nepřímé. Přímé faktory představují faktory přímo vnímané zákazníkem. Jsou jimi například kvalita výrobků a jejich technická úroveň, cenová úroveň, dostupnost výrobků, propracovanost distribuce, intenzita reklamy a celková image podniku. Nepřímé faktory jsou naopak faktory, které nejsou zpravidla zákazníkem viděny, ale vytváří určité zázemí podniku. Za takové faktory lze považovat například kvalitu managementu, výkonnost personálu, investice do inovací a vývoje a investice do majetku. Jednotlivým faktorům je následně uděleno jak bodové hodnocení na stupnici od 0 do 6 (0 – konkurence má převahu, 6 – oceňovaný podnik má převahu), tak váhy na škále od 1 do 3 (1 – nižší důležitost, 3 – vyšší důležitost), neboť některý faktor je považován za důležitější než ostatní. Konkurenční síla oceňovaného podniku je stanovena na základě výsledného hodnocení, které je dáno podílem váženého dosaženého počtu bodů a maximálního počtu bodů. Platí, že čím více bodů je dosaženo, tím větší má oceňovaný podnik konkurenční sílu nad ostatními konkurenty. Výsledky analýzy konkurenční síly společnosti AGADOS jsou pro přehlednost sumarizovány do tabulky 17, přičemž komentář se zhodnocením jednotlivých kritérií včetně závěrečného hodnocení analýzy se nachází v textu níže.

Tabulka 17 Analýza konkurenční síly podniku

Kritérium	Váha	Hodnocení								Body	Váha × Body
		Konkurence má převahu			Průměr		Podnik má převahu				
		0	1	2	3	4	5	6			
Přímé faktory	Kvalita a technická úroveň výrobků	3						x		5	15
	Cenová úroveň	2					x			4	8
	Servis a služby	2					x			4	8
	Komunikace se zákazníky, reklama	1						x		5	5
	Výhody místa a distribuce	1					x			4	4
	Image firmy	2					x			4	8
Nepřímé faktory	Kvalita managementu	2						x		5	10
	Výkonný personál	3				x				3	9
	Inovace a vývoj	3					x			4	12
	Majetek a investice	3					x			4	12
Celkem	22									91	

Maximální počet bodů	132
Dosažený počet bodů	91
Hodnocení	69 %

Zdroj: Vlastní zpracování podle MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011a, s. 89–90.

4.3.2.3.1 Kvalita a technická úroveň výrobků

Společnost AGADOS se věnuje výrobě vysoce spolehlivých přívěsů, neboť jednou z hlavních priorit firmy je kvalita vyráběných přívěsů. Firma využívá kvalitní komponenty renomovaných značek Knott, Al-ko, Winterhoff či Jokon. Přívěsné vozíky splňují nároky na vysokou odolnost vůči korozi, a to především díky používání žárového pozinkování konstrukcí, vodovzdorné překližky a plastových dílů. Vysoké kvality a špičkových technických řešení je dosahováno zavedeným systémem managementu kvality. O kvalitě přívěsů značky AGADOS také vypovídá skutečnost, že společnost dodává přívěsy pro českou armádu a také do většiny obchodních řetězců. Kvalita je vnímána i u koncových spotřebitelů, kteří oceňují především dlouholetou živostnost přívěsů a především nízkou nákladnou údržbu. Ostatní konkurenční podniky při výrobě přívěsu zpravidla používají

podobné či stejné komponenty, avšak nejsou držiteli certifikátu managementu jakosti. Kvalita a technická úroveň je tak hodnocena jako středně nadprůměrná, tedy 5 body.

4.3.2.3.2 Cenová úroveň

AGADOS se snaží nabízet svým zákazníkům co nejkvalitnější řešení za rozumnou cenu, a tím naplňovat optimální poměr ukazatele cena versus výkon přívěsu. Stejnou cenovou strategii má také společnost Vezeko. Obě společnosti zároveň nabízejí v průběhu roku cenové akce a slevy na přívěsy. Ceny přívěsů se však odvíjí od jejich výrobní složitosti a použitého materiálu, a proto není možné provést přímou stoprocentní srovnatelnost cen konkurenčních podniků. Lze však vycházet z určitého zjednodušení, a to z porovnání cen standardního typu přívěsu vyráběného všemi zmíněnými konkurenčními podniky. V tabulce 18 jsou srovnávány ceny přívěsného vozíku univerzálního typu s celkovou hmotností do 750 kg a velmi podobnou ložnou plochou a je patrné, že společnost AGADOS si drží nejnižší cenovou úroveň. Faktor ceny je tak hodnocen jako mírně nadprůměrný, tj. 4 body.

Tabulka 18 Srovnání konkurenčních cen univerzálního typu přívěsu

Výrobce	Typ přívěsu	Ložná plocha (mm)	Celková hmotnost (kg)	Cena s DPH (Kč)
Maro Kralovice	MARO 03	2060 x 1110 x 400	750	14 106
Sacher	RS1 - 02	2010 x 1100 x 330	750	17 600
Vezeko	NP 21	2060 x 1115 x 500	750	13 555
AGADOS	Hobby 2	2050 x 1100 x 300	750	12 935

Zdroj: Vlastní zpracování

4.3.2.3.3 Servis a služby

Společnost nabízí svým zákazníkům nadstandardní servisní služby, které spočívají jednak v dostupnosti kompletní nabídky přívěsů a náhradních dílů na přívěsy na internetových stránkách výrobce, jednak v poskytování servisních prohlídek a oprav přívěsů. Firma kromě záručního servisu nabízí i pozáruční opravy včetně náročnějších oprav přívěsných vozíků po havárii. Vedle servisu přívěsů vlastní značky provádí opravy i jiných značek. Servisní střediska společnosti AGADOS jsou zastoupena ve všech krajích České republiky. Cílem společnosti je uspokojit všechny své zákazníky, což dokazuje firma na svých webových stránkách, kde nabízí možnost sestavit si přívěs podle svých požadavků. Zákazník na webových stránkách nalezne nejen katalog přívěsů, ale také jejich ceník včetně informací o skladové dostupnosti. Společnost dále nabízí prostřednictvím svého e-shopu prodej

náhradních dílů, které zasílá formou dobírky v krátkém časovém intervalu. Konkurenční podniky také nabízí možnost objednání přívěsu prostřednictvím svých internetových stránek, stejně tak možnost nákupu prodejních dílů. Konfigurátor na sestavení přívěsu podle svého přání kromě společnosti AGADOS nabízí pouze společnost Vezeko. Tyto dvě společnosti navíc nabízí nejpestřejší nabídku přívěsů. Faktor servis a služby je hodnocen jako mírně nadprůměrný, tj. 4 body.

4.3.2.3.4 Komunikace se zákazníky, reklama

Firma komunikuje se svými zákazníky především prostřednictvím svých internetových stránek, které mají dostatečně reprezentativní a jednoduše uspořádanou formu. Prostřednictvím webových stránek výrobce získá potenciální zákazník jednoduše základní informace o podniku, jeho produktech a službách, o používaných technologiích, strojích a materiálech. Společnost počítá i se svými zákazníky v zahraničí, a proto jsou stránky dostupné i v anglickém, německém a slovenském jazyce. AGADOS prezentuje své výrobky také svou přítomností na různých veletrzích, výstavách a festivalech. O veškerých svých činnostech, úspěších a novinkách informuje jak na svých webových stránkách, tak na sociální síti Facebook, na které je velmi aktivní.

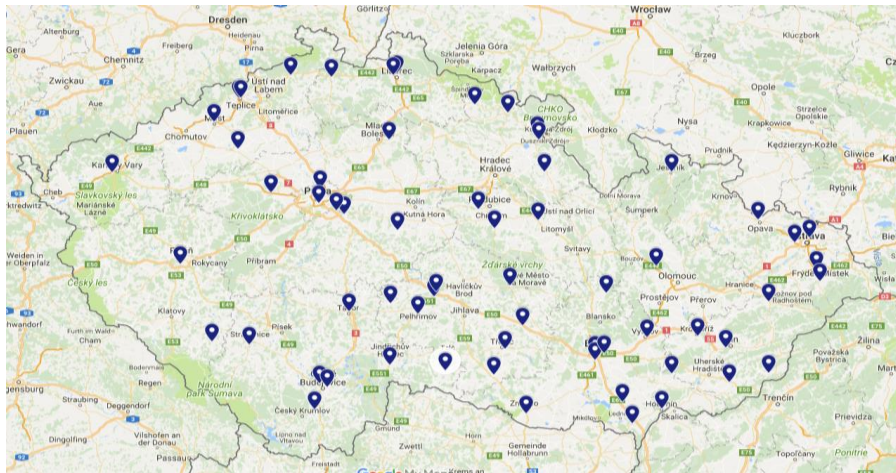
Společnost Vezeko komunikuje s trhem pomocí svých internetových stránek, které jsou zásobeny velkým množstvím informací jako u společnosti AGADOS. Oproti firmě AGADOS webové stránky Vezeko navíc obsahují i reference spokojených zákazníků, což evokuje určitou kvalitu nabízených přívěsů a služeb. Vezeko však vynakládá menší aktivitu na sociální síti Facebook, i přestože má profil založený. Společnosti Maro Kralovice a Sacher sice provozují internetové stránky, jejich obsah je ale velmi strohý a najdeme zde jen základní informace o nabízených produktech. Faktor komunikace se zákazníky a reklama je hodnocena vzhledem k pravidelné a značné aktivitě firmy AGADOS na sociální síti Facebook jako středně nadprůměrná, tedy 5 body.

4.3.2.3.5 Výhody místa a distribuce

Výrobní areál společnosti AGADOS se nachází v průmyslové zóně Jidášky ve Velkém Meziříčí, které se nachází v kraji Vysočina. Firma spatřuje výhodu tohoto místa především v možnostech dalšího rozšiřování výrobních kapacit v okolí podniku a také v blízkosti dálnice D1, která kolem Velkého Meziříčí vede a není tak problém zajistit bezproblémový odbyt do Prahy, Brna či Ostravy. Výrobky AGADOS jsou zákazníkům k dispozici prostřednictvím velmi husté prodejní sítě po celém území České republiky (obrázek 5).

Firma Vezeko vyrábí své přívěsy rovněž ve Velkém Meziříčí, a to pouze 10 km od výrobního areálu AGADOS. Vezeko, ale i Maro Kralovice a Sacher nedisponují takto širokou sítí prodejců jako oceňovaná společnost. Faktor místa a distribuce je hodnocen jako mírně průměrný, tj. 4 body.

Obrázek 5 Prodejní síť společnosti AGADOS v České republice



Zdroj: Vlastní zpracování

4.3.2.3.6 Image firmy

Dlouholetou tradiční českou výrobou a širokým sortimentem si společnost AGADOS vybudovala na vymezeném trhu dobrou pověst a pozici jedničky na trhu. Pro společnost je charakteristická především aktivita, garance, ambice, důvěra, originalita a serióznost, a proto počáteční písmena těchto slov tvoří název firmy. V očích veřejnosti je také známá svou výrobou netradičních přívěsů, především výrobou přívěsů pro vojenské jednotky. Společnost také dlouhodobě podporuje svou sponzorskou činností meziříčská sportovní sdružení včetně dětského střediska Březejc. Ve srovnání s konkurenčními podniky na trhu je společnost AGADOS hodnocena jako výrazně lepší. Faktor image firmy je tak hodnocen jako mírně nadprůměrný, tj. 4 body.

4.3.2.3.7 Kvalita managementu

Management společnosti AGADOS lze označit za velmi kvalitní s více než dvacetiletou praxí a zkušenostmi v dané oblasti podnikání. Prostřednictvím strategie neustálého zlepšování a poskytování přidané hodnoty pro zákazníky za cenu odpovídající kvalitě podniku každoročně přibývají noví odběratelé. Management firmy si je vědom svého výsadního postavení na trhu, a proto se snaží své pole působnosti dlouhodobě rozšiřovat

a nalézat nové mezery na trhu. Každoroční zvyšování tržeb a nárůst počtu zákazníků při dosahování pozitivních výsledků hospodaření je důkazem, že podnik je řízen velice kompetentním managementem.

Kvalitu řízení firmy také potvrzuje skutečnost, že společnost získala ocenění „Spolehlivá firma“ od informačního portálu Živěfirmy.cz¹⁸. Stejného ocenění dosáhla i společnost Vezeko, která stejně jako AGADOS rozšiřuje svůj prodejní sortiment, zvětšuje výrobní prostory, modernizuje strojní vybavení a také rozšiřuje prodejní síť. Je však nezbytné poznamenat, že společnost Vezeko byla založena dvěma společníky dříve působících ve společnosti AGADOS. U ostatních konkurenčních podniků pozitivní vývoj sledovat nelze. S přihlédnutím ke všem zmíněným aspektům je faktor kvalita managementu hodnocena jako středně nadprůměrná, tj. 5 body.

4.3.2.3.8 Výkonný personál

Vybrané položky a ukazatele vztahující se k výkonnosti pracovníků společnosti AGADOS a jejího největšího konkurenta Vezeko jsou uvedeny v tabulce 19.

Tabulka 19 Vybrané položky a ukazatele vztahující se k výkonnosti pracovníků

(tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
AGADOS, spol. s r.o.					
Počet pracovníků	124	124	131	140	141
Osobní náklady	57 539	57 575	57 072	63 103	68 774
Mzdové náklady	42 139	42 180	41 711	46 157	50 382
Průměrná mzda ¹⁹	340	340	318	330	357
Produktivita práce ²⁰	642	570	617	833	883
VEZEKO s.r.o.					
Počet pracovníků	159	160	155	175	195
Osobní náklady	58 420	58 001	62 999	73 531	83 783
Mzdové náklady	52 847	42 500	46 342	53 870	61 452
Průměrná mzda	332	266	299	308	315
Produktivita práce	396	440	525	588	541

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., VEZEKO s.r.o., účetní výkazy 2011–2015

Společnost AGADOS si je plně vědoma, že základem úspěchu její podnikatelské činnosti je kvalitně odvedená práce všech jejích zaměstnanců. Zaměstnanci jsou tak za svoji práci

¹⁸ Ocenění uděluje společnost DATABOX s.r.o. „Firma dává oceněním najevo, že stojí o své zákazníky, vyvíjí podnikatelskou činnost na území ČR, pravidelně aktualizuje svoje kontakty a prezentuje svoji činnost na portále Živěfirmy.cz“ (Živěfirmy.cz, 2017, [online]).

¹⁹ Průměrná mzda = mzdové náklady / počet zaměstnanců

²⁰ Produktivita práce = přidaná hodnota / počet zaměstnanců

příčetně odměňovány, neboť průměrná měsíční mzda v letech 2011 až 2015 činila v průměru 28 100 Kč. Průměrná měsíční mzda společnosti AGADOS tak převyšovala průměrnou měsíční mzdu společnosti Vezeko o více jak 2 700 Kč. Vývoj osobních nákladů, které jsou z velké části tvořeny náklady mzdovými, vypovídá o rostoucí průměrné mzdě v jednotlivých letech. Počet pracovníků u firmy AGADOS pravidelně mírně narůstá, což koresponduje s rostoucí výrobou přívěsů a v důsledku toho zvýšení počtu výrobních pracovníků. Zaměstnanci jak na technických a mechanických, tak administrativních pozicích jsou v průběhu pracovního poměru pravidelně vzděláváni a školeni. Vzhledem k jejich zapojení do systému řízení kvality jsou permanentně seznamováni se strategií a hlavními cíli společnosti. Produktivita práce zaměstnanců mezi lety 2011 a 2015 zaznamenala nárůst u obou společností, růst výkonů pracovníků byl doprovázen růstem mezd. Vzhledem ke zmíněným skutečnostem je faktor výkonný personál hodnocen jako průměrný, tedy 3 body.

4.3.2.3.9 Inovace a vývoj

Činnosti společnosti AGADOS plně reflektují skutečnost, že trh s přívěsy vyžaduje neustálý vývoj a inovace výrobků. Za účelem zvyšování kvality přívěsných vozíků provádí firma inovace ve svém výrobním programu, a to jak z hlediska používaných materiálů, tak z hlediska konstrukčního systému. V roce 2015 se AGADOS věnoval vývoji nových produktů ve spolupráci s Evropskou unií, kdy předmětem projektu byl vývoj nové podvozkové řady pro přívěsy. V roce 2016 udělil Úřad průmyslového vlastnictví společnosti ochranu na dva užité vzory vztahující se k technickému řešení stavebních konstrukcí, a to na univerzální mobilní multifunkční skříňové buňky a na univerzální podvozek přívěsu se skříňovou nástavbou ze sendvičových panelů. AGADOS se také věnuje speciálním projektům. Společnost nově vyvinula mobilní polní kuchyň a mobilní cisternu pro přepravu pitné vody pro armádu a složky integrovaného záchranného systému.

Firma Vezeko také disponuje vlastním vývojovým oddělením a oproti firmě AGADOS má registrováno celkem šestnáct platných užitečných vzorů týkajících se technických řešení například krycí plachty na přívěsný vozík, nástavby přívěsného vozíku, uzávěru zadního čela nástavby sklopného přívěsu vozíku a jiných. Vezeko má dále registrována celkem osmnáct platných průmyslových vzorů týkajících se designerských řešení například střechy přívěsu, přívěsného vozíku typu prodejního stánku, držáku pro koncová světla a dalších. AGADOS svými investicemi v oblasti vývoje výrazně převyšuje své konkurenty, avšak od společnosti Vezeko se odlišuje pouze vyvíjením netradičních přívěsů. Tyto dvě společnosti tak vynikají

výraznou vývojovou činností, v níž si velmi konkurují. Faktor inovace a vývoj hodnocen jako mírně nadprůměrný, tj. 4 body.

4.3.2.3.10 Majetek a investice

Společnost permanentně investuje jak do výstavby nových výrobních prostor, tak do obnovy strojů a zařízení nezbytných k výrobě přívěsných vozíků. Aby byla v předstihu před konkurencí, investuje také do nejmodernějších technologií. Z tohoto důvodu pořídila v roce 2016 revoluční stroj na ohýbání dlouhých plechů. Tomuto stroji musela však přizpůsobit výrobní kapacity, a tak pro stroj vystavila novou halu, kdy celkové náklady na výstavbu a pořízení nového stroje přesáhly 33 mil. Kč. Velikost hmotného a nehmotného majetku podniku tvoří průměrně 46 % celkových aktiv, jak je patrné z tabulky 20. Také konkurenční podniky oceňované společností s výjimkou firmy Sacher disponují značným hmotným a nehmotným majetkem, aby obstály v intenzivním konkurenčním prostředí. Při srovnání investiční náročnosti růstu tržeb z investic brutto²¹ (tabulka 21) bylo zjištěno, že největší investiční náročnost růstu jeví společnost Vezeko, kdy je třeba vynaložit průměrně 6,68 % tržeb na rozšíření dlouhodobého majetku. Faktor majetku a investic je hodnocen jako mírně nadprůměrný, tj. 4 body.

Tabulka 20 Podíl dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku na celkových aktivech

Výrobce	2011	2012	2013	2014	2015	Průměr
Maro Kralovice	66 %	75 %	69 %	65 %	61 %	67 %
Sacher	1 %	0 %	0 %	0 %	8 %	2 %
Vezeko	43 %	44 %	52 %	49 %	54 %	48 %
AGADOS	52 %	46 %	46 %	45 %	39 %	46 %

Zdroj: Vlastní zpracování; účetní výkazy společností v letech 2011–2015

Tabulka 21 Investiční náročnost růstu tržeb z investic brutto

Výrobce	2011	2012	2013	2014	2015	Průměr
Maro Kralovice	x	1,11 %	0,00 %	0,00 %	0,14 %	0,31 %
Sacher	x	0,01 %	0,00 %	0,00 %	6,26 %	1,57 %
Vezeko	x	1,17 %	13,02 %	4,77 %	7,77 %	6,68 %
AGADOS	x	0,54 %	2,32 %	2,90 %	1,80 %	1,89 %

Zdroj: Vlastní zpracování; účetní výkazy společností v letech 2011–2015

²¹ Investiční náročnost z růstu tržeb = investice brutto / tržby z provozu
Investice brutto = (DHM + DNM)_t – (DHM + DNM)_{t-1} + odpisy

4.3.2.3.11 Závěr analýzy konkurenční síly podniku

V rámci provedené analýzy konkurenční síly společnosti AGADOS bylo dosaženo 91 bodů z celkových 132 bodů, což představuje 69 %. Na základě tohoto dosaženého výsledku lze konkurenční sílu společnosti označit za mírně nadprůměrnou ve srovnání s konkurencí. Tomu napovídá i růst tržních podílů společnosti v předchozích letech. Konkurenční síla podniku spočívá především v kvalitě a technické propracovanosti produktů, ve stabilitě a zkušenostech managementu podniku, dále v komunikaci s trhem a prezentací firmy a jejích výrobců. Konkurence naopak může těžit v lepší péči o zaměstnance. Analýza odhalila určité silné a slabé stránky společnosti, které jsou uvedeny v tabulce 22.

Tabulka 22 Silné a slabé stránky společnosti AGADOS

SILNÉ STRÁNKY	SLABÉ STRÁNKY
+ široký sortiment přívěsů a příslušenství	– nutnost vysokých investic do výroby a moderních technologií v zájmu udržení vysoké kvality a konkurenceschopnosti
+ trvale vysoká kvalita výrobků	– nutnost investic do kvalifikací zaměstnanců v rámci zajištění konkurenceschopnosti
+ dlouholetá tradiční výroba	– není v pozici cenového tvůrce (změna cen v závislosti na konkurenci)
+ intenzivní marketingová komunikace	
+ kvalitní a zkušený management	
+ hustá prodejní síť	
+ finanční stabilita	

Zdroj: Vlastní zpracování

4.3.2.4 Prognóza vývoje tržního podílu podniku

Na základě zpracované analýzy vnitřního potenciálu podniku a jeho konkurenční síly lze odhadnout vývoj tržního podílu společnost AGADOS do budoucna. Tržní podíl podniku se mezi lety 2006 a 2016 pohyboval průměrně na úrovni 40 % (průměrné meziroční tempo růstu 2,6 %). Lze předpokládat, že firma si tento podíl na trhu udrží a bude ho v horizontu dalších 5 let neustále navyšovat. To potvrzuje i výsledek analýzy konkurenční síly podniku na úrovni 69 %, který informuje o tom, že podnik má potenciál svůj podíl na trhu zvyšovat na úkor konkurentů. Prognózované tržní podíly společnosti jsou uvedeny v tabulce 23.

Tabulka 23 Prognóza vývoje tržního podílu společnosti AGADOS (%)

Rok	Minulost										Prognóza				
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Tržní podíl AGADOS	34,7%	40,6%	42,2%	39,4%	39,5%	40,4%	42,2%	42,8%	41,9%	42,4%	42,9%	43,2%	43,4%	43,5%	
Tempo růstu	x	17,1%	4,0%	-6,8%	0,3%	2,3%	4,4%	1,5%	-2,1%	1,2%	1,2%	0,7%	0,5%	0,2%	

Zdroj: Vlastní zpracování; prognóza – odhad autora práce

V letech 2017 až 2021 je předpokládán pozvolný nárůst tržního podílu společnosti (průměrné meziroční tempo růstu 0,8 %), a to především díky rozšiřování produktové nabídky společnosti a její vývojové činnosti. V dalším období, od roku 2022 se očekává, že růst trhu s přívěsy zpomalí vlivem nasycenosti trhu a ubývání možnosti vytěsňování slabší konkurence. Podíl na úrovni posledního prognózovaného roku, tedy na úrovni 43,5 % společnost již udrží.

4.3.3 Hodnocení perspektivnosti podniku a prognóza tržeb

Výsledky analýzy atraktivity trhu a konkurenční síly podniku lze využít pro **zhodnocení perspektivnosti oceňovaného podniku**. Perspektivnost společnosti je určena pomocí tzv. „bostonské“ matice zachycující vztah mezi atraktivitou trhu, na kterém se firma pohybuje a konkurenční silou, kterou se firma vyznačuje. V rámci analýzy atraktivity byl trh s přívěsy ohodnocen jako mírně nadprůměrný a dosáhl hodnoty 59 %. Z pohledu bostonské matice je tento výsledek hodnocen jako středně atraktivní. Konkurenční síla oceňované společnosti byla v rámci analýzy konkurenční pozice ohodnocena jako mírně nadprůměrná a dosáhla hodnoty 69 %. Z hlediska bostonské matice je tento výsledek brán jako konkurenční síla většího stupně. Na základě dosažených hodnocení je v bostonské matici firma AGADOS zařazena do sektoru podniků s dobrou perspektivou (sektor 2), jak je patné z obrázku 6. Společnost má předpoklady pro setrvání na trhu, tedy pro pokračování ve své činnosti. Předpoklad budoucího trvání podniku je tak potvrzen, a proto je možné prognózovat tržby společnosti AGADOS na období let 2017 až 2021.

Obrázek 6 Matice k posouzení perspektivnosti společnosti AGADOS

KONKURENČNÍ SÍLA	Velká	3 Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	2 Podniky s dobrou perspektivou 	1 Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	6 Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	5 Podniky s přijatelnou perspektivou	4 Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	9 Podniky téměř bez perspektivy	8 Podniky s malou perspektivou	7 Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
ATRAKTIVITA TRHU				

Zdroj: Vlastní zpracování podle MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011a, s. 93.

Prvotním krokem při **prognóze tržeb oceňovaného podniku** je stanovení budoucího tempa růstu tržeb firmy, který odvodíme z prognózy vývoje relevantního trhu a prognózy tržního podílu společnosti AGADOS. Při výpočtu je vycházeno z následující rovnice (Mařík, 2011a, s. 95):

$$\text{Tempo růstu tržeb} = (\text{Index růstu trhu} \cdot \text{Index změny tržního podílu}) - 1.$$

Získané tempo růstu tržeb podniku dle uvedeného vztahu výše vynásobíme tržbami podniku v předchozím roce. Tímto způsobem naprognózuje jednotlivé tržby oceňované společnosti AGADOS v letech 2017 až 2021. Výsledná pětiletá prognóza vývoje tržeb podniku je uvedena v tabulce 24.

Tržby společnosti v letech 2008 až 2016 dosahovaly průměrného tempa růstu 5 %. Předpokládá se, že růst tržeb bude udržen dále díky výsadnímu postavení společnosti na trhu. Průměrné budoucí tempo růstu je odhadováno na 8 %. Dojde tedy ke zvýšení tempa růstu tržeb podniku, což bude způsobeno především rostoucí poptávkou po přívěších kategorie O3, kterou firma v roce 2016 nově zařadila do své nabídky. Přívěsy kategorie O3 se tak stanou vedle přívěsů kategorie O2 dalším ziskovým sektorem společnosti. Tento růst se bude postupně zpomalovat v důsledku snižování možnosti ukrajování tržních podílů slabších konkrétních výrobců přívěsů. Od roku 2022 je očekáván stabilní podíl společnosti na trhu

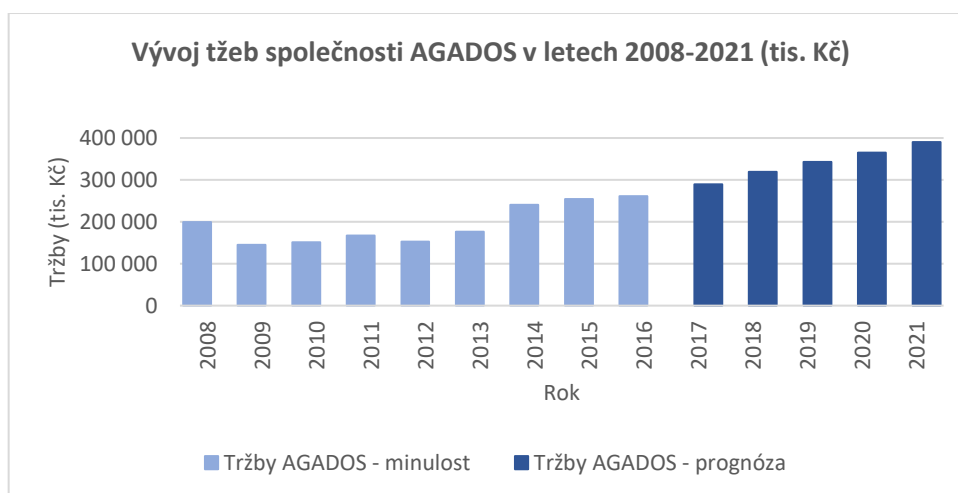
a tržby podniku budou odpovídat předpokládanému růstu celého trhu s přívěsy, a to ve výši 3,7 %. Vývoj tržeb v minulých a prognózovaných letech je zachycen grafem 14.

Tabulka 24 Prognóza tržeb společnosti AGADOS (tis. Kč)

	Rok	Relevantní trh ČR (tis. Kč)	Tempo růstu rel. trhu	Tržní podíl AGADOS	Tempo růstu tržeb AGADOS	Tržby AGADOS (tis. Kč)
Minulost	2008	574 536	x	34,7 %	x	199 330
	2009	356 906	-37,9 %	40,6 %	-27,3 %	144 941
	2010	357 379	0,1 %	42,2 %	4,2 %	150 967
	2011	424 053	18,7 %	39,4 %	10,6 %	166 897
	2012	387 418	-8,6 %	39,5 %	-8,4 %	152 872
	2013	436 658	12,7 %	40,4 %	15,4 %	176 342
	2014	571 067	30,8 %	42,2 %	36,5 %	240 713
	2015	594 831	4,2 %	42,8 %	5,7 %	254 539
	2016	623 018	4,7 %	41,9 %	2,5 %	260 964
Prognóza	2017	683 562	9,7 %	42,4 %	11,1 %	289 830
	2018	743 881	8,8 %	42,9 %	10,1 %	319 125
	2019	794 096	6,8 %	43,2 %	7,5 %	343 049
	2020	841 953	6,0 %	43,4 %	6,5 %	365 408
	2021	896 498	6,5 %	43,5 %	6,7 %	389 977

Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 14 Vývoj tržeb společnosti AGADOS v letech 2008–2021 (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

Výše vyčíslené tržby za minulost a budoucnost však představují tržby za prodej vlastních výrobků a služeb společnosti AGADOS vztahující se pouze k prodejm na území České

republiky. Představují tak 60 % celkových tržeb z prodeje výrobků a služeb společnosti. Důvodem práce pouze s tuzemskými tržbami bylo správné vymezení relevantního trhu a celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku na českém území. Pro účely finančního plánu a následného stanovení hodnoty podniku je nezbytné vzít v úvahu i tržby z exportního prodeje. Výsledné celkové tržby v letech 2008 až 2021 jsou uvedeny v tabulce 25. Celkové tržby za prodej vlastních výrobků a služeb jsou tak tvořeny z 60 % tuzemskými prodeji a ze 40 % zahraničními prodeji.

Tabulka 25 Celkové tržby společnosti AGADOS (tis. Kč)

	Rok	Tržby AGADOS tuzemsko (tis. Kč)	Tržby AGADOS zahraničí (tis. Kč)	Tržby AGADOS celkem (tis. Kč)
Minulost	2008	199 330	132 886	332 216
	2009	144 941	96 628	241 569
	2010	150 967	100 645	251 612
	2011	166 897	111 264	278 161
	2012	152 872	101 915	254 787
	2013	176 342	117 561	293 903
	2014	240 713	160 476	401 189
	2015	254 539	169 693	424 232
	2016	260 964	173 976	434 940
Prognóza	2017	289 830	193 220	483 050
	2018	319 125	212 750	531 875
	2019	343 049	228 700	571 749
	2020	365 408	243 605	609 013
	2021	389 977	259 984	649 961

Zdroj: Vlastní zpracování

4.3.4 Závěr strategické analýzy

Oceňovaná společnost AGADOS působí na trhu s přívěsy, který vyniká především svým stabilním růstem, těžko překonatelnými bariérami vstupu do odvětví a rozmanitou strukturou zákazníků. Atraktivita trhu se díky těmto faktorům pohybuje na úrovni hodnoty 59 %, tedy na úrovni mírné atraktivity. Společnost si za dobu své více než 25leté existence vybudovala výsadní postavení na trhu. Oproti konkurenci vyniká především svou rozvinutou vývojovou a výrobní základnou umožňující produkovat kvalitní a technicky propracované produkty, dále stabilním a zkušeným managementem podniku a také svou primární orientací na zákazníky. Firma je díky těmto faktorům schopna čelit intenzivní konkurenci na trhu

s přívěsy. Konkurenční síla podniku se tak pohybuje na úrovni hodnoty 69 %, což označuje konkurenční sílu za mírně nadprůměrnou ve srovnání s konkurenty. Výsledky analýzy atraktivity trhu, na němž společnost AGADOS operuje a analýzy konkurenčních síly, kterou podnik disponuje, ukázaly, že perspektivy společnosti jsou nemalé a je zde splněn předpoklad going concern. Splnění předpokladu trvalého pokračování podniku ve své činnosti tak umožňuje použití výnosových metod pro stanovení hodnoty firmy AGADOS. Tento závěr bude ještě následně podložen výsledkem finanční analýzy.

S pozitivními výsledky analýzy atraktivity trhu a konkurenční síly podniku koresponduje i samotný vývoj trhu a vývoj tržeb společnosti do budoucna. V minulosti průměrné tempo růstu trhu s přívěsy dosahovalo hodnoty 3,1 %. V budoucím pětiletém období bude tempo nabírat na síle a poroste meziročně průměrně kolem 6,9 %. Je očekáváno, že takto rychlý růst nebude do nekonečna, a proto se od roku 2022 dále ustálí na hodnotě 3,7 %. Pozitivní tempo růstu trhu tak předznamenává možný růst tržeb společnosti AGADOS. Předpokládá se, že tržby podniku porostou průměrným ročním tempem růstu na úrovni 8 %, avšak tempo se ke konci fáze prognózy bude postupně zpomalovat vlivem nižší možnosti ukrajovat tržní podíly konkurenci. Od roku 2022 je očekáván stabilní vývoj tempa růstu tržeb společnosti, který bude odpovídat předpokládanému růstu celého trhu s přívěsy, a to ve výši 3,7 % ročně.

Rizika oceňovaného podniku jsou spatřovány zejména v obchodní oblasti, kdy trh s přívěsy je velmi citlivý na vývoj hospodářského cyklu a podléhá vyšší cenové elasticitě. Tyto rizikové faktory budou vzaty v úvahu v rámci koeficientu beta, který bude stanoven metodou analogie na úrovni daného odvětví při stanovování diskontní míry.

4.4 Finanční analýza

Cílem finanční analýzy je získat představu o finančním zdraví společnosti AGADOS, a to prostřednictvím analýzy účetních výkazů, poměrové analýzy, analýzy pracovního kapitálu, souhrnných ukazatelů finančního zdraví, tj. bankrotních a bonitních modelů, a prostorového srovnání s odvětvím. Výsledky těchto dílčích analýz následně pomohou doplnit předběžný výrok o dlouhodobé perspektivnosti podniku, který již částečně vyplynul ze strategické analýzy, a také poskytnou základní vstupy pro tvorbu finančního plánu společnosti.

Pro zpracování finanční analýzy je využito informací z účetních závěrek a výročních zpráv společnosti AGADOS za období 2012–2016, tedy posledních pěti let. Účetní závěrky jsou auditované, kdy nezávislý auditor vydal v jednotlivých sledovaných letech tzv. výrok bez výhrad. Na základě tohoto výroku lze předpokládat, že účetní závěrky společnosti

podávají věrný a poctivý obraz aktiv a pasiv, nákladů a výnosů a výsledků jejího hospodaření.

4.4.1 Analýza účetních výkazů

Analýza účetních výkazů společnosti AGADOS je provedena prostřednictvím horizontálního a vertikálního rozboru dílčích položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty, včetně následné aplikace bilančních pravidel. Účetní výkazy v plném rozsahu jsou za období 2012 až 2016 uvedeny v příloze 5.

4.4.1.1 Horizontální analýza rozvahy

Horizontální analýza rozvahy je sestavena na základě změn jednotlivých položek aktiv a pasiv v čase, a to v relativním i absolutním vyjádření²². V rámci analýzy je pracováno s rozvahou v agregovanější podobě. Nejprve je pozornost věnována analýze majetkové struktury a následně analýze finanční struktury. Výsledky horizontální analýzy aktiv jsou uvedeny v tabulce 26 a výsledky horizontální analýzy pasiv v tabulce 27 (str. 99).

4.4.1.1.1 Horizontální analýza aktiv

Tabulka 26 Horizontální analýza aktiv – relativní změna (%) a absolutní změna (tis. Kč)

AKTIVA k 31. 12. roku ... (tis. Kč)	Relativní změna				Absolutní změna			
	2013/2012	2014/2013	2015/2014	2016/2015	2013/2012	2014/2013	2015/2014	2016/2015
AKTIVA CELKEM	-3,3 %	2,3 %	10,3 %	10,4 %	-7 489	5 022	23 315	25 904
Dlouhodobý majetek	-2,1 %	-1,5 %	-2,4 %	30,8 %	-2 198	-1 523	-2 382	30 290
Dlouhodobý nehmotný majetek	-53,5 %	-11,7 %	-41,6 %	-23,3 %	-2 389	-243	-762	-249
Dlouhodobý hmotný majetek	-0,4 %	2,3 %	-1,6 %	32,3 %	-346	2 200	-1 546	30 540
Dlouhodobý finanční majetek	9,1 %	-54,0 %	-2,5 %	0,0 %	537	-3 480	-74	-1
Oběžná aktiva	-3,9 %	5,8 %	20,9 %	-2,8 %	-4 735	6 850	26 062	-4 284
Zásoby	-10,8 %	-0,5 %	4,6 %	5,2 %	-5 191	-194	1 980	2 326
Dlouhodobé pohledávky	x	x	x	x	x	x	x	x
Krátkodobé pohledávky	2,0 %	5,8 %	30,3 %	-6,3 %	1 308	3 919	21 624	-5 858
Krátkodobý finanční majetek	-10,4 %	42,4 %	23,4 %	-5,8 %	-852	3 125	2 458	-752
Časové rozlišení	-41,9 %	-39,5 %	-78,2 %	-100,0 %	-556	-305	-365	-102

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

²² Při relativním (procentním) vyjádření je postupováno podle vzorce: procentuální změna = $\frac{\text{běžné období} - \text{minulé období}}{\text{minulé období}} \cdot 100$.
Při absolutním vyjádření je postupováno podle vzorce: absolutní změna = hodnota v běžném období – hodnota v minulém období.

Z hlediska struktury majetku společnosti AGADOS lze, s výjimkou roku 2013, pozorovat rostoucí hodnotu bilanční sumy aktiv, která se mezi lety 2012 až 2016 zvýšila o 20,5 % (47 000 tisíc Kč). Na růstu bilanční sumy aktiv se střídavě podílel jak růst dlouhodobého majetku, tak růst oběžných aktiv. V roce 2014 a 2015 rostla hodnota oběžných aktiv, v roce 2016 naopak hodnota dlouhodobého majetku. Nicméně růst stálých aktiv v celkovém nárůstu převažoval. Nárůst dlouhodobého majetku (2016/2012) totiž činil 23,2 %, zatímco nárůst oběžných aktiv pouze 19,5 %. I přes mírný pokles aktiv v roce 2013 signalizuje rostoucí bilanční suma zdravou a stabilizovanou firmu. V posledních dvou analyzovaných letech roste bilanční suma prakticky konstantním tempem, a to průměrně kolem 10,4 %.

Hodnota dlouhodobého majetku vykazuje v období let 2012 až 2015 klesající tendenci, která je následně v roce 2016 vystřídána rapidním nárůstem dlouhodobého majetku o téměř 30,8 % (30 300 tisíc Kč). Na poklesu dlouhodobého majetku se nejvíce podílel dlouhodobý nehmotný majetek, kdy došlo k největšímu poklesu zejména položky ocenitelská práva a software. Jednou z možných příčin poklesu položky ocenitelská práva mohlo být vypršení platnosti některého průmyslového vzoru uděleného na designerské řešení přívěsu. Pokles položky software mohl být způsoben jednak jeho každoročním odepisováním, jednak restrukturalizací informačních systémů v podniku. Na zvýšení hodnoty dlouhodobého majetku měl největší vliv dlouhodobý hmotný majetek, který zaznamenal během let 2015 a 2016 meziroční nárůst o více než 32,3 % (30 500 tisíc Kč). Z toho je patrná rozsáhlá investiční činnost, a to do výstavby nových výrobních hal (tj. nárůst položek pozemky a stavby) a nákupu nových strojů (tj. nárůst položky samostatné movité věci). Dlouhodobý finanční majetek vykazuje klesající trend, ale nelze opomenout, že společnost udržuje spíše konstantní výši svého podílu v ovládaných a řízených osobách. Největší skokový pokles byl zaznamenán mezi roky 2013 a 2014 a byl způsoben zejména položkou jiného dlouhodobého finančního majetku, která je od roku 2014 zcela nulová. Firma tak tento finanční majetek pravděpodobně prodala, pravý důvod však ve své výroční zprávě neuvádí.

K významným pohybům docházelo i v rámci oběžných aktiv, která vykazovala po celé sledované období kolísavý trend. Největší nárůst oběžných aktiv byl zaznamenán mezi roky 2014 a 2015, kdy došlo k meziročnímu zvýšení hodnoty oběžných aktiv o více než 20,9 % (26 100 tisíc Kč). K růstu v daném období nejvíce přispěly krátkodobé pohledávky (meziroční nárůst 30,3 %; 21 600 tisíc Kč) a krátkodobý finanční majetek (meziroční nárůst 23,4 %; 2 500 Kč). Rapidní nárůst krátkodobých pohledávek, konkrétně krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů, byl v daném období způsoben především realizací významných zakázek. Jednalo se například o dodávku přívěsů pro katarskou armádu a pro

švédskou sít' Elgiganten a také o dodávky do českých obchodních řetězců (např. Hornbach, Baumax). Krátkodobý finanční majetek zaznamenal razantní růst mezi lety 2013 a 2014 zejména prostřednictvím výrazně rostoucí položky účty v bankách, a to díky vysokému obratu tržeb během sledovaných let. V roce 2016 byly mírně redukovány krátkodobé pohledávky i krátkodobý finanční majetek, což mohlo vést ke stabilizaci v oblasti platební schopnosti. Snížení hodnoty krátkodobého finančního majetku v posledním analyzovaném roce velmi úzce souvisel s vysokými náklady na dlouhodobý hmotný majetek v rámci investičních akcí. Změny lze pozorovat i v oblasti zásob, kde jsou vývojové tendence velice proměnlivé. Nárůst zásob v roce 2016 byl způsoben zejména růstem velikosti nedokončené výroby (meziroční nárůst o 50 %; 4 600 tisíc Kč) a zboží (meziroční nárůst 6 781 %; 1 100 tisíc Kč). Dlouhodobé pohledávky společnost nemá.

U aktivního časové rozlišení v podobně nákladů příštích období došlo k razantnímu poklesu, a to až na hodnotu 0 Kč. Důsledkem bylo splacení finančního leasingu, který si firma vzala v roce 2011 na pořízení dlouhodobého hmotného majetku, konkrétně na pořízení vysekávačky do plechu.

Společnost AGADOS investovala do strojní a stavební vybavenosti v roce 2016 rekordních 41 400 tisíc Kč, část těchto prostředků bude firmě navracena z dotací Evropské unie, konkrétně z Operačního programu Podnikání a inovace pro konkurenceschopnost v rámci Evropského fondu pro regionální rozvoj.

4.4.1.1.2 Horizontální analýza pasiv

Tabulka 27 Horizontální analýza pasiv – relativní změna (%) a absolutní změna (tis. Kč)

PASIVA k 31. 12. roku ... (tis. Kč)	Relativní změna				Absolutní změna			
	2013/2012	2014/2013	2015/2014	2016/2015	2013/2012	2014/2013	2015/2014	2016/2015
PASIVA CELKEM	-3,3 %	2,3 %	10,3 %	10,4 %	-7 489	5 022	23 315	25 904
Vlastní kapitál	8,4 %	23,4 %	34,0 %	29,0 %	5 283	15 884	28 476	32 601
Základní kapitál	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0	0	0	0
Kapitálové fondy	x	x	x	x	x	x	x	x
Fondy ze zisku	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0	0	0	0
VH minulých let	5,0 %	-21,8 %	57,9 %	47,7 %	2 702	-12 368	25 651	33 360
VH běžného účetního období	95,5 %	534,8 %	8,4 %	-2,1 %	2 581	28 252	2 825	-759
Cizí zdroje	-8,0 %	-7,1 %	-4,3 %	-3,9 %	-13 189	-10 669	-6 028	-5 223
Rezervy	x	x	x	x	x	x	x	x
Dlouhodobé závazky	x	x	x	x	x	x	x	x
Krátkodobé závazky	10,7 %	-4,0 %	8,1 %	-8,8 %	6 231	-2 572	5 002	-5 904
Bankovní úvěry dlouhodobé	-8,5 %	-6,4 %	-12,9 %	-13,0 %	-5 526	-3 813	-7 127	-6 266

Krátkodobé bankovní úvěry	-33,6 %	-15,6 %	-16,9 %	36,2 %	-13 894	-4 284	-3 903	6 947
Časové rozlišení	31,2 %	-11,0 %	55,6 %	-60,8 %	417	-193	867	-1 474

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

Z hlediska finanční struktury společnosti AGADOS lze pozorovat shodné změny v celkové bilanční sumě pasiv jako u aktiv, je tak zachován princip bilanční rovnosti. U vlastního kapitálu dochází od roku 2012 k neustálému nárůstu jeho hodnoty, což při neměnicí si výši základního kapitálu značí, že firma je trvale zisková. Stejně jako základní kapitál, tak i fondy ze zisku jsou vykazovány ve sledovaných letech ve stejné výši, a proto nejsou jejich změny zachyceny v horizontální analýze. Významnou skutečností je, že firma ponechává vydělané zisky v podniku za účelem jejího dalšího rozvoje, což je patrné ze zvyšující se hodnoty výsledku hospodaření minulých letech v posledních dvou analyzovaných letech. Výrazné zvýšení výsledku hospodaření minulých let v roce 2015 a 2016 bylo způsobeno vysokými zisky z let 2014 a 2015. K největšímu nárůstu hospodářského výsledku běžného účetního období došlo mezi lety 2013 a 2014, kdy byl zaznamenán meziroční nárůst o zhruba 535 % (28 300 tisíc Kč). Společnost byla v roce 2014 velice prosperující, neboť realizovala zakázky s významnými odběrateli, což pozitivně ovlivnilo i hospodářský výsledek běžného účetního období.

Cizí zdroje zaznamenávají od roku 2012 pokles, který je způsoben zejména poklesem dlouhodobých i krátkodobých bankovních úvěrů. Krátkodobé bankovní úvěry v roce 2016 vzrostly o téměř 36,2 % (6 950 tisíc Kč), což souviselo s realizovanou investiční činností v podobě nákupu nového stroje a výstavby nové haly. Vývoj krátkodobých závazků, konkrétně závazků z obchodního styku, má i přes stálý růst tržeb rozkolísanou tendenci. Tato situace signalizuje, že společnost střídavě zkracuje a prodlužuje doby splatnosti svých závazků. Za určitých okolností může být tento přístup firmy vnímán jako negativní z pozice dodavatelů společnosti. To je ovšem do určité míry závislé na nastavení dodavatelsko-odběratelských vztahů. K největšímu nárůstu závazků z obchodních vztahů došlo v letech 2013 a 2015 a lze předpokládat, že se jednalo především o závazky za zásoby. Firma nemá žádné dlouhodobé závazky a netvoří rezervy.

Vývoj pasivního časového rozlišení v podobě výdajů příštích období byl ve sledovaném období velice střídavý. K největšímu nárůstu výdajů příštích období o 55,6 % došlo v roce 2015, naopak k největšímu poklesu o 60,8 % došlo v roce následujícím. V obou případech se v absolutním vyjádření nejednalo o příliš významné částky.

4.4.1.2 Vertikální analýza rozvahy

Vertikální analýza rozvahy je sestavena na základě procentního podílu jednotlivých položek aktiv a pasiv na celkové bilanční sumě. V rámci analýzy je pracováno s rozvahou v agregovanější podobě. Nejprve je pozornost věnována analýze majetkové struktury, následně analýze finanční struktury. Výsledky vertikální analýzy aktiv jsou uvedeny v tabulce 28 a výsledky vertikální analýzy pasiv v tabulce 29 (str. 103).

4.4.1.2.1 Vertikální analýza aktiv

Tabulka 28 Vertikální analýza aktiv společnosti AGADOS v letech 2012–2016 (%)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
AKTIVA CELKEM	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Dlouhodobý majetek	46 %	46 %	45 %	39 %	47 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	2 %	1 %	1 %	0 %	0 %
Dlouhodobý hmotný majetek	41 %	42 %	42 %	38 %	46 %
Dlouhodobý finanční majetek	3 %	3 %	1 %	1 %	1 %
Oběžná aktiva	54 %	53 %	55 %	60 %	53 %
Zásoby	21 %	19 %	19 %	18 %	17 %
Dlouhodobé pohledávky	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Krátkodobé pohledávky	29 %	31 %	32 %	37 %	32 %
Krátkodobý finanční majetek	4 %	3 %	4 %	5 %	4 %
Časové rozlišení	1 %	0 %	0 %	0 %	0 %

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

Majetková struktura společnosti AGADOS je tvořena průměrně ze 45 % dlouhodobým majetkem a z 55 % oběžnými aktivy. Oběžná aktiva tak převyšují hodnotu stálých aktiv, což vzhledem k typu podniku příslušného předmětu podnikání lze považovat za adekvátní. Společnost sice investuje své prostředky do dlouhodobějších aktiv, neboť díky nim dosahuje větší výnosnosti, ale musí zajišťovat i svou likviditu, a proto jsou nezbytně potřebné i položky oběžných aktiv. Společnost udržuje ve sledovaných letech přibližně stejný podíl dlouhodobého majetku i oběžného majetku, což lze hodnotit jako pozitivní jev, který naznačuje efektivní nakládání se svěřenými prostředky.

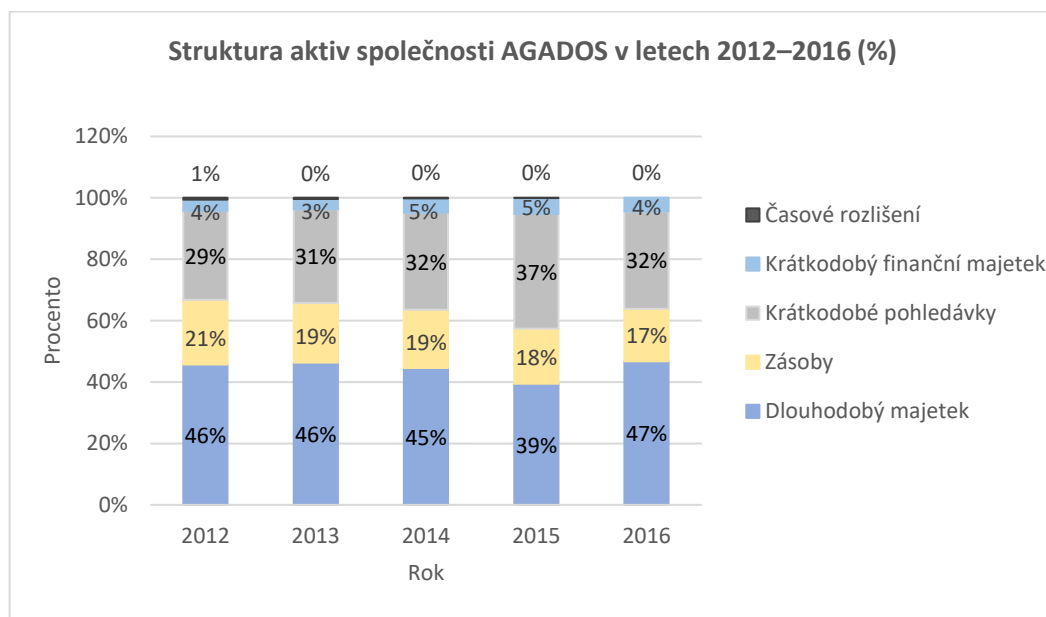
Velmi důležitou položku v rámci dlouhodobého majetku představuje dlouhodobý hmotný majetek, který v průměru zaujímá 42 % z celkových aktiv. Hodnota dlouhodobého majetku se z původní hodnoty 41 % v roce 2012 zvýšila na hodnotu 46 % v roce 2016, z čehož je patrná investiční činnost společnosti. Z výše položky dlouhodobého hmotného majetku

vyplývá, že podnik má právě v této položce rozložené finanční prostředky, které jsou úměrné výrobnímu programu, neboť jich je nejvíce vázáno v samostatných movitých věcech a ve stavbách. Dlouhodobý nehmotný majetek zaujímal ve sledovaném období na celkových aktivech pouze malé procento, či dokonce žádné. Jeho podíl na celkové bilanční sumě klesl na nulovou hodnotu z důvodu možného zaniknutí některých ocenitelských práv a možné restrukturalizace informačního systému v podniku v podobě outsourcingovaného softwaru. Podíl dlouhodobého finančního majetku na celkové bilanční sumě aktiv byl velmi malý a pohyboval se mezi 1–3 %.

Oběžná aktiva jsou z velké části tvořena krátkodobými pohledávkami, které tvoří průměrně 32 % celkových aktiv, a dále zásobami, které zaujímají průměrně 19 % celkových aktiv. Zásoby jsou tak drženy na relativně přijatelné úrovni a představují především zásoby materiálu, nedokončené výroby a výrobků. Určitý podíl zásob je však vzhledem k předmětu podnikání společnost nezbytný, neboť slouží jako pojistná zásoba pro zachování plynulosti výroby, a navíc podíl zásob v čase pomalu klesá. Krátkodobý majetek tvoří průměrně 4 % celkového množství aktiv. Nicméně všechny jednotlivé položky oběžných aktiv vykazují ve všech sledovaných letech velmi podobnou strukturu. Podíly aktivního časového rozlišení byly ve sledovaných letech opomenutelné a dosahovaly průměrně 0,2 % z celkových aktiv.

Struktura aktiv společnosti AGADOS včetně zachycené dynamiky změn podílů jednotlivých aktivních položek mezi lety 2012 až 2016 je znázorněna grafem 15.

Graf 15 Struktura aktiv společnosti AGADOS v letech 2012–2016 (%)



Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

4.4.1.2.2 Vertikální analýza pasiv

Tabulka 29 Vertikální analýza pasiv společnosti AGADOS v letech 2012–2016 (%)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
PASIVA CELKEM	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Vlastní kapitál	27 %	31 %	37 %	45 %	53 %
Základní kapitál	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
Kapitálové fondy	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Fondy ze zisku	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
VH minulých let	24 %	26 %	20 %	28 %	38 %
VH běžného účetního období	1 %	2 %	15 %	15 %	13 %
Cizí zdroje	72 %	68 %	62 %	54 %	47 %
Rezervy	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Dlouhodobé závazky	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Krátkodobé závazky	26 %	29 %	28 %	27 %	22 %
Bankovní úvěry dlouhodobé	28 %	27 %	24 %	19 %	15 %
Krátkodobé bankovní úvěry	18 %	12 %	10 %	8 %	10 %
Časové rozlišení	1 %	1 %	1 %	1 %	0 %

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

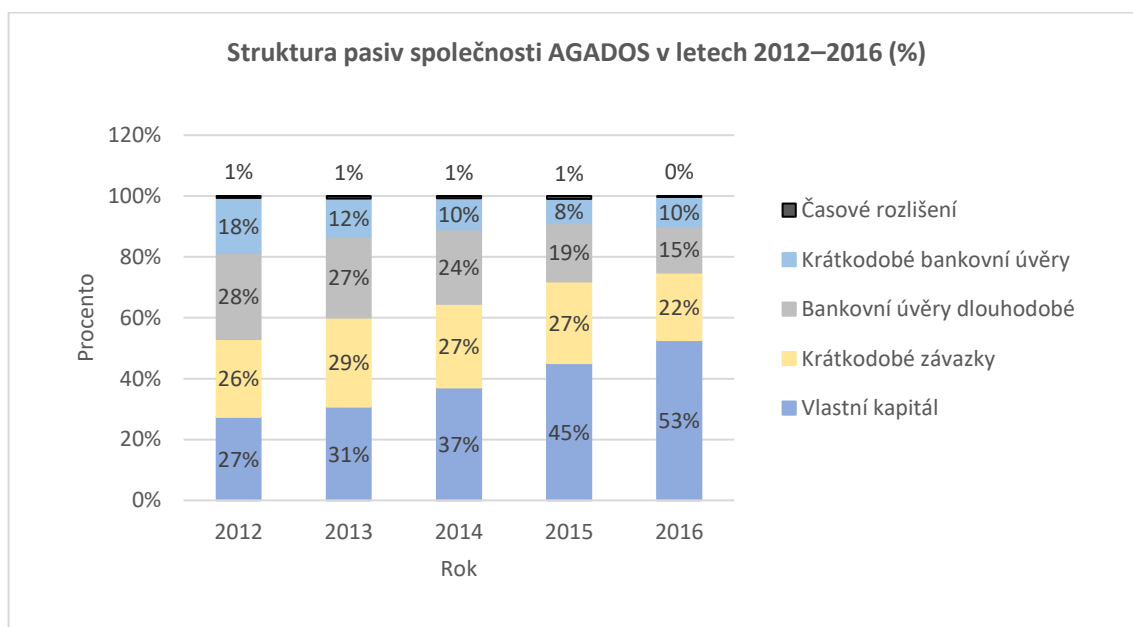
Z vertikální analýzy finanční struktury vyplývá, že majetek společnosti byl pořízen zejména z cizích zdrojů, které tvoří průměrně 61 % celkových pasiv, zatímco vlastní kapitál zaujímá průměrně 39 % celkových pasiv v letech 2012–2016. Velikost cizích zdrojů financování se od roku 2012 postupně snižuje, a to ve prospěch zvyšující se velikosti vlastního kapitálu, který v roce 2016 zaujímal 53 % celkových pasiv. To postupně směřuje k obecným tendencím spojených s touto oblastí podnikání, kdy výrobní podniky se v rámci finanční struktury více přiklánějí k využívání vlastních zdrojů financování. Rozložení cizích a vlastních zdrojů se dá považovat za vyvážené.

Ve struktuře vlastního kapitálu figuruje ve sledovaných letech nejvíce výsledek hospodaření minulých let, který průměrně zaujímá 27 % celkových pasiv, a dále také výsledek hospodaření účetního období, který průměrně tvoří 9 % celkových pasiv. Dynamický nárůst výsledku hospodaření účetního období byl zaznamenán v roce 2014 a 2015, kdy se v obou letech podílel na celkové bilanční sumě pasiv 15 %. V dalším roce jeho podíl mírně klesnul, a to na 13 %. Základní kapitál vzhledem ke své neměnné výši zaujímá stabilní podíl na celkových pasivech ve výši 2 %.

Struktura cizích zdrojů je ve sledovaných letech ve velké míře tvořena krátkodobými závazky, které zaujímají průměrně 26 % celkových pasiv, a dále bankovními úvěry dlouhodobými, které tvoří průměrně 23 % celkových pasiv. Podíl dlouhodobých bankovních úvěrů však z původní hodnoty 25 % v roce 2012 klesl na hodnotu 15 % v roce 2016. Značné je i využívání krátkodobých bankovních úvěrů, jejichž podíl na celkových pasivech se také zmenšil, a to z původní hodnoty 18 % v roce 2012 na hodnotu 10 % v roce 2016. Podíly pasivního časového rozlišení byly ve sledovaných letech opomenutelné, dosahovaly průměrně 0,7 % z celkových pasiv.

Struktura pasiv společnosti AGADOS včetně zachycené dynamiky změn podílů jednotlivých pasivních položek mezi lety 2012 až 2016 je znázorněna grafem 16.

Graf 16 Struktura pasiv společnosti AGADOS v letech 2012–2016 (%)



Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

4.4.1.3 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty je sestavena na základě změn jednotlivých výnosových a nákladových položek v čase, a to v relativním i absolutním vyjádření. V rámci analýzy je pracováno s výsledkovkou v agregovanější podobě. Výsledky horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty jsou uvedeny v tabulce 30.

Tabulka 30 Horizontální analýza výsledovky – relativní změna (%) a absolutní změna (tis. Kč)

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (tis. Kč)	Relativní změna				Absolutní změna			
	2013/2012	2014/2013	2015/2014	2016/2015	2013/2012	2014/2013	2015/2014	2016/2015
Tržby za prodej zboží	-33 %	-76 %	-99 %	1 036 %	-24 568	-38 341	-12 292	746
Náklady na prodané zboží	-37 %	-87 %	-99 %	1 135 %	-23 434	-34 789	-4 998	715
Obchodní marže	-9 %	-33 %	-100 %	344 %	-1 134	-3 552	-7 294	31
Výkony	9 %	39 %	6 %	4 %	24 302	112 377	25 643	15 367
Výkonová spotřeba	6 %	34 %	4 %	1 %	12 944	73 047	10 456	2 086
Přidaná hodnota	14 %	44 %	7 %	11 %	10 224	35 778	7 893	13 312
Osobní náklady	-1 %	11 %	9 %	9 %	-503	6 031	5 671	6 448
Daně a poplatky	5 %	-11 %	-8 %	-2 %	103	-220	-146	-39
Odpisy DHM a DNM	-6 %	-4 %	-2 %	56 %	-660	-462	-168	5 842
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	9 %	0 %	23 %	1 %	1 892	70	5 324	383
Zůstatková cena prodaného dl. majetku a materiálu	71 %	-10 %	35 %	3 %	7 731	-1 946	5 887	656
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	-419 %	-202 %	-96 %	-100 %	843	-1 300	634	24
Ostatní provozní výnosy	63 %	470 %	-45 %	-86 %	159	1 942	-1 070	-1 108
Ostatní provozní náklady	394 %	69 %	-54 %	14 %	3 255	2 836	-3 768	456
Provozní výsledek hospodaření	17 %	311 %	9 %	-2 %	1 506	32 851	4 037	-800
Výnosové úroky	-83 %	-70 %	-13 %	-100 %	-370	-53	-3	-20
Nákladové úroky	-25 %	-38 %	-13 %	-13 %	-876	-980	-212	-177
Ostatní finanční výnosy	-4 %	-4 %	-72 %	-60 %	-259	-255	-4 359	-1 016
Ostatní finanční náklady	-15 %	-14 %	-57 %	-47 %	-1 388	-1 030	-3 731	-1 343
Finanční výsledek hospodaření	-30 %	-44 %	20 %	-19 %	1 635	1 702	-419	484
VH za běžnou činnost před zdaněním	88 %	514 %	9 %	-1 %	3 141	34 553	3 618	-316
Daň z příjmů za běžnou činnost	64 %	438 %	10 %	5 %	560	6 301	793	443
VH za účetní období	96 %	535 %	8 %	-2 %	2 581	28 252	2 825	-759

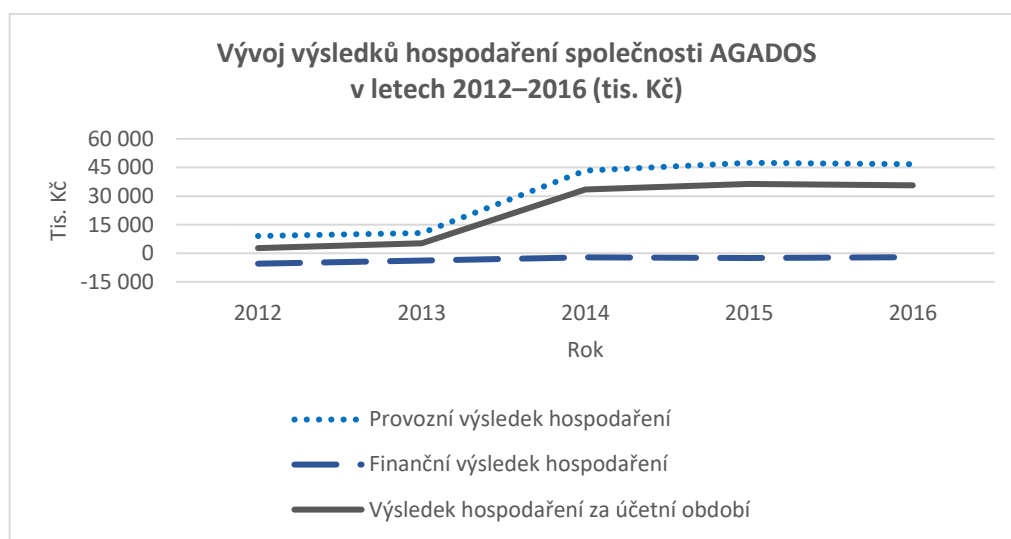
Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

Společnost AGADOS je výrobním podnikem, a proto jsou za podstatné položky výkazu zisku a ztráty považovány výkony, výkonová spotřeba a výsledek hospodaření.

Výkony podniku zaznamenaly v roce 2014 rapidní nárůst o více než 39 % (112 000 tisíc Kč), podíl na tom měly realizované dodávky do zahraničí a především navázání spolupráce s českými obchodními řetězci. V dalších analyzovaných letech neudržela společnost již tak vysoké výkony a došlo k poklesu o skoro 13 %. Stejně vývojové tendence vykazovala i výkonová spotřeba, kdy v roce 2014 došlo k jejímu nárůstu až o 34 % (73 000 Kč). Výkony však mají v absolutních hodnotách výrazně vyšší přírůstky, než jsou přírůstky výkonové spotřeby. Rozdíl mezi těmito položkami se navíc stále mírně navyšuje. Lze předpokládat,

že společnost se snaží korigovat vývoj nákladových položek v oblasti výkonové spotřeby tak, aby snižování nákladů bylo rychlejší, než bylo snižování výkonů. Tato situace se odráží i ve velikosti přidané hodnoty, která se v roce 2016 zvýšila na 11 %, což lze z hlediska efektivity považovat za pozitivní signál. Vývoj přidané hodnoty je velmi podobný trendu výkonů. K největšímu skoku došlo také v roce 2014, kdy přidaná hodnota vzrostla o 44 % (35 800 Kč). Osobní náklady se i přes mírný pokles mezi lety 2011 a 2012 stabilizovaly a průměrně rostou kolem 10 %, a to především díky stále rostoucím mzdám zaměstnanců.

Graf 17 Vývoj výsledků hospodaření společnosti AGADOS v letech 2012–2016 (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

V oblasti výsledků hospodaření došlo také k významným změnám, jak je patrné z výše uvedeného grafu 17. Až na finanční výsledek hospodaření byly v roce 2014 výsledky hospodaření mimořádně vysoké. Provozní výsledek hospodaření narostl v daném roce o 311 % (32 900 tisíc Kč) a výsledek hospodaření za účetní období o 535 % (28 300 tisíc Kč). K růstu provozního výsledku hospodaření přispěly nejen rostoucí tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, ale také rostoucí ostatní provozní výnosy, které se meziročně zvýšily o 470 %. V roce 2015 nárůst provozního výsledku hospodaření nebyl již tak markantní a v roce 2016 došlo dokonce k jeho mírnému poklesu, i přestože výkony stále rostly. Lze usuzovat, že firma v daných letech nerealizovala příliš významné zakázky, které by její provozní výsledek hospodaření zvýšily. V rámci oblasti provozního výsledku hospodaření jsou sledovány i tržby za prodej zboží, neboť firma se kromě výroby věnuje také obchodní činnosti v podobě prodeje náhradních dílů a příslušenství k přívěsným

vozikům. Tržby za prodej zboží v letech 2012 až 2015 výrazně klesaly. I přestože v roce 2016 došlo k jejich ohromnému nárůstu o 1 036 %, v absolutním vyjádření se jednalo o poměrně malou částku. Obchodní marže je sice v peněžním vyjádření kladná, avšak její hodnota je do určité míry zanedbatelná. Finanční výsledek hospodaření se ve všech sledovaných letech pohybuje v záporných hodnotách vlivem převažujících finančních nákladů a jeho trend je spíše rostoucí. Pozitivním jevem je pokles nákladových úroků průměrně o 22 %, což koresponduje s klesajícími bankovními úvěry ve struktuře kapitálu. Výsledek hospodaření za účetní období je po celé analyzované období kladný a kopíruje vývoj provozního hospodářského výsledku.

4.4.1.4 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty je sestavena na základě procentního podílu jednotlivých výnosových a nákladových položek na celkové hodnotě provozních tržeb, které jsou dány součtem tržeb za prodej zboží a výkonů. V rámci analýzy je pracováno s výsledovkou v agregovanější podobě. Výsledky vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty jsou uvedeny v tabulce 31.

Tabulka 31 Vertikální analýza výsledovky (%)

Název položky	2012	2013	2014	2015	2016
TRŽBY Z PROVOZU	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Tržby za prodej zboží	22 %	15 %	3 %	0 %	0 %
Náklady na prodané zboží	19 %	12 %	1 %	0 %	0 %
Obchodní marže	4 %	3 %	2 %	0 %	0 %
Výkony	78 %	85 %	97 %	100 %	100 %
Výkonová spotřeba	60 %	64 %	70 %	71 %	69 %
Přidaná hodnota	21 %	24 %	28 %	29 %	31 %
Osobní náklady	17 %	17 %	15 %	16 %	17 %
Daně a poplatky	1 %	1 %	0 %	0 %	0 %
Odpisy DHM a DNM	3 %	3 %	3 %	2 %	4 %
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	6 %	7 %	6 %	7 %	6 %
ZC prodaného dl. majetku a materiálu	3 %	6 %	4 %	5 %	5 %
Změna stavu rezerv a opravných položek	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Ostatní provozní výnosy	0 %	0 %	1 %	0 %	0 %
Ostatní provozní náklady	0 %	1 %	2 %	1 %	1 %
Provozní výsledek hospodaření	3 %	3 %	11 %	11 %	11 %
Výnosové úroky	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Nákladové úroky	1 %	1 %	0 %	0 %	0 %

Ostatní finanční výnosy	2 %	2 %	1 %	0 %	0 %
Ostatní finanční náklady	3 %	2 %	2 %	1 %	0 %
Finanční výsledek hospodaření	-2 %	-1 %	-1 %	-1 %	0 %
VH za běžnou činnost před zdaněním	1 %	2 %	10 %	11 %	10 %
Daň z příjmů za běžnou činnost	0 %	0 %	2 %	2 %	2 %
Výsledek hospodaření za účetní období	1 %	2 %	8 %	9 %	8 %

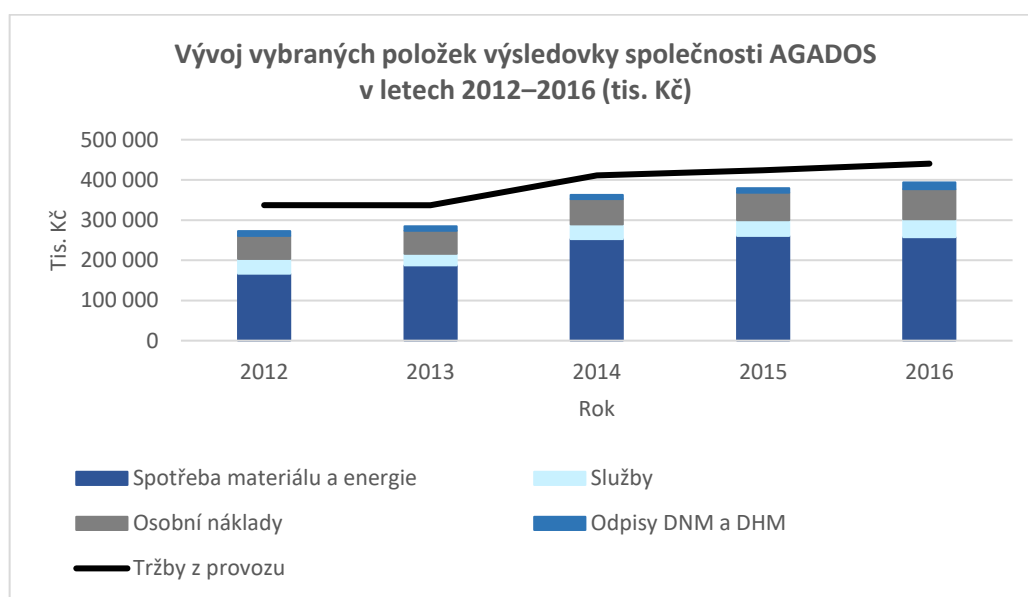
Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

Z vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty vyplývá, že největší podíl na celkových provozních tržbách zaujímají výkony, které se mezi lety 2012 až 2016 pohybovaly nad 78% hranicí z celkových provozních tržeb. Podíl výkonů se stále zvyšoval a v posledních dvou analyzovaných letech tvořil 100 % celkových tržeb z provozu. Tržby za prodej zboží svůj podíl na celkových provozních tržbách od roku 2012 výrazně snižovaly, a to až k nulové hodnotě. Stejný vývoj zaznamenala i obchodní marže, která z původní hodnoty 4 % v roce 2012 klesla na hodnotu 0 % v roce 2016. Lze předpokládat, že prodeje zboží byly v průběhu sledovaných let méně výhodné, což je zřejmé i z klesající obchodní marže, a proto od nich podnik opustil. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu tvoří malé procento tržeb z provozu a dosahují maximálně 7% hranice celkových provozních tržeb.

Z nákladových položek zaujímá největší podíl na provozních tržbách výkonová spotřeba, která se ve sledovaných letech pohybuje stále okolo 67 % provozních tržeb. Výkonová spotřeba je z velké části tvořena položkou spotřeba materiálu a energie, která tvoří až 86 % výkonové spotřeby. Tento významný podíl spotřeby materiálu a energie na výkonové spotřebě je vzhledem k povaze zaměření podniku jakožto výrobní společnosti předpokládaný. Spotřeba materiálu a energie zaujímá ve sledovaných letech průměrně 57 % celkových provozních tržeb a její podíl se neustále zvyšuje, neboť z původní hodnoty 49 % v roce 2012 vzrostl na hodnotu 59 % v roce 2016. Výkonová spotřeba je také tvořena ze 14 % službami, které se pohybují kolem 9 % provozních tržeb a svůj podíl kolem této hodnoty stále udržují. Přidaná hodnota kopírovala vývoj výkonů a z původních 21 % v roce 2012 vzrostla na konečných 31 % v roce 2016. Situace, kdy podíl výkonů narůstá rychleji než podíl výkonové spotřeby, je z pohledu efektivity brána jako výhodná. Osobní náklady se pohybovaly v rozmezí od 15 % do 17 %. Podíl odpisů dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku na celkových provozních výnosech je udržován v průměrné výši okolo 3 %, což odráží skutečnost, že společnost stabilně investuje. Finanční náklady v podobě nákladových úroků zaujímaly do roku 2013 podíl pouze 1 % na provozních tržbách, přičemž tento podíl v dalších letech klesl na nulovou hodnotu. Nákladovou

strukturu firmy lze vzhledem ke zmíněným skutečnostem považovat za stabilní a prakticky se neměnicí, nedochází tak k zásadním změnám ve způsobu výroby podniku. V rámci struktury nákladů je však možné pozorovat i určitý mírný vývoj, což potvrzuje i graf 18, který znázorňuje vývoj vybraných nákladových položek doplněných o vývoj provozních tržeb. Tržby ve všech sledovaných letech převyšují náklady, což je signálem trvalé ziskovosti společnosti.

Graf 18 Vývoj vybraných položek výsledovky společnosti AGADOS v letech 2012–2016 (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

Provozní výsledek hospodaření zaujímal mezi lety 2012 až 2013 pouze 3% podíl na celkových provozních tržbách, podíl se však v roce 2014 zvýšil na 11 % a od té doby se na této hodnotě stabilně udržuje. Záporného podílu dosahoval finanční výsledek hospodaření, který ve sledovaných letech tvořil -1 % z celkových provozních tržeb. U výsledku hospodaření za účetní období docházelo k nárůstu jeho podílu na celkových provozních tržbách, kdy z původní hodnoty 1 % v roce 2012 vzrostl na konečnou hodnotu 8 % v roce 2016.

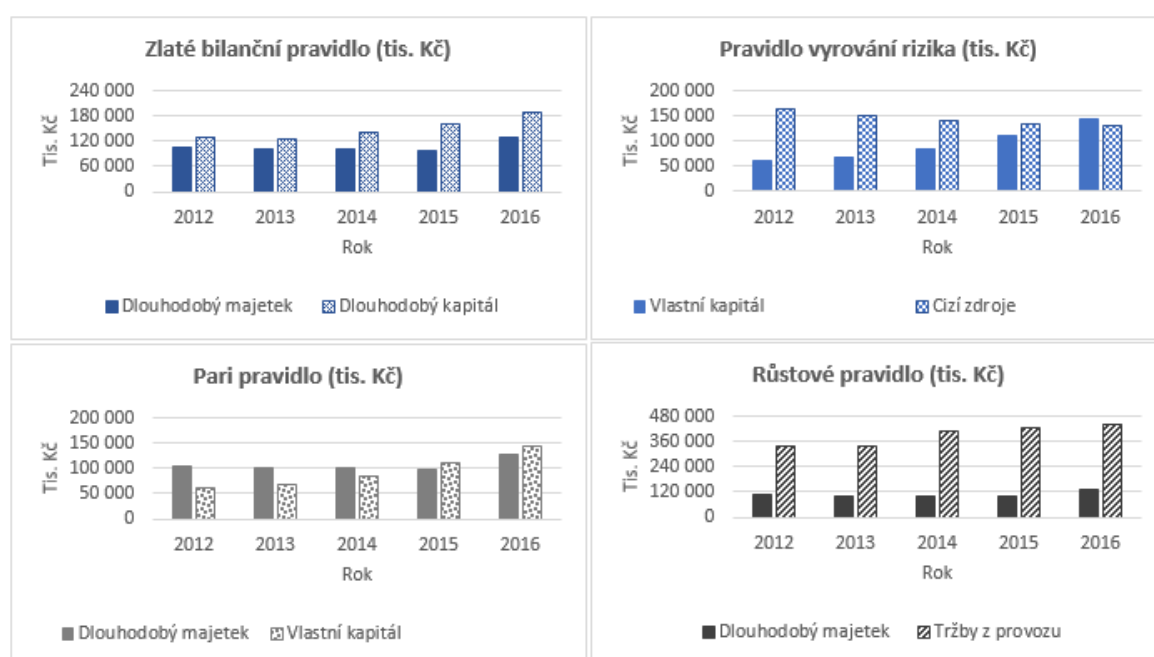
4.4.1.5 Bilanční pravidla

Zlaté bilanční pravidlo je splněno ve všech letech 2012–2016, jak je patrné z obrázku 7. Společnost financuje dlouhodobým kapitálem celý dlouhodobý majetek, přičemž je značný převis dlouhodobého kapitálu nad dlouhodobým majetkem. Nedochází tak k časové sladění majetku a kapitálu, neboť dlouhodobý kapitál roste rychleji než dlouhodobý

majetek. To signalizuje skutečnost, že firma financuje dlouhodobým kapitálem i část oběžných aktiv, využívá konzervativní způsob financování. Tento přístup k financování sice na jedné straně snižuje riziko podniku, ale na druhé straně přispívá k neefektivnosti, neboť je jednak dražší, a jednak brzdí společnost v jejím dalším rozvoji.

Pravidlo vyrovnaní rizika neplatí do roku 2015, kdy je v podniku více kapitálu cizího než vlastního. Z obrázku 7 je však patrné, že hodnota cizího kapitálu od roku 2012 postupně klesá, zatímco hodnota vlastního kapitálu neustále narůstá. V roce 2016 vlastní kapitál dokonce převýšil hodnotu cizích zdrojů, čímž bylo pravidlo vyrovnaní rizika splněno.

Obrázek 7 Bilanční pravidla (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

Pari pravidlo bylo splněno mezi lety 2012 až 2014, kdy hodnota dlouhodobého majetku převýšila hodnotu vlastního kapitálu a vytvořil se tak prostor pro využití dlouhodobých cizích zdrojů. Firma v daném období efektivně hospodařila s kapitálem, neboť využívala k financování dlouhodobého majetku dlouhodobý bankovní úvěr. Z obrázku 7 je zřejmé, že rostoucí vlastní kapitál v letech 2015 a 2016 předběhl dlouhodobý majetek. Tato skutečnost způsobila neplatnost pari pravidla a může se odrážet v nákladech na kapitál společnosti.

Růstové pravidlo je splněno ve všech letech, neboť každá investice se zhodnotila výrazně vyšším růstem provozních tržeb, jak je zachyceno na obrázku 7.

4.4.2 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů je provedena prostřednictvím rozboru vybraných ukazatelů rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti. Konstrukce jednotlivých ukazatelů je uvedena v teoretické části této práce v podkapitole 2.3. Za účelem získání většího povědomí o finančním zdraví podniku jsou výsledné hodnoty poměrových ukazatelů společnosti AGADOS srovnány s průměrnými hodnotami odvětví výroby karoserií, přívěsů a návěsů (CZ-NACE 29.2), ve kterém analyzovaný podnik působí.

4.4.2.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability (tabulka 32) signalizují, že společnost AGADOS je od roku 2012 trvale zisková a efektivně hospodaří se svým majetkem a kapitálem. Nejvýraznějšího nárůstu ve výnosnosti dosáhla firma v roce 2014, kdy se hodnoty ukazatelů až zčtyřnásobily. To bylo způsobeno především díky realizovaným významným zakázkám v tuzemsku i zahraničí, které zapříčinily vysoký nárůst výsledku hospodaření. Pozitivním signálem také je, že průměrné hodnoty ukazatelů rentability společnosti AGADOS značně převyšují průměrné hodnoty rentability odvětví.

Tabulka 32 Ukazatele rentability společnosti AGADOS a odvětví CZ-NACE 29.2 v letech 2012–2016

Rentabilita	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr AGADOS	Průměr odvětví
ROA	3,1 %	4,2 %	19,0 %	18,6 %	16,7 %	12,3 %	6,8 %
ROE	4,3 %	7,8 %	40,0 %	32,4 %	24,6 %	21,8 %	11,7 %
ROCE	5,5 %	7,3 %	30,8 %	28,9 %	24,5 %	19,4 %	13,1 %
ROS	0,8 %	1,6 %	8,2 %	8,6 %	8,1 %	5,4 %	3,6 %

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016; MPO (k 6. 11. 2017)

Rentabilita celkového kapitálu (ROA) prošla dynamickým vývojem, kdy z původní hodnoty 3 % v roce 2012 vzrostla na svoji nejvyšší hodnotu 19 % v roce 2014 a následně mírně poklesla na konečnou hodnotu 17 % v roce 2016. Pokles rentability celkových aktiv v roce 2016 byl způsoben navyšováním celkových aktiv, zatímco zisk před úroky a zdaněním mírně klesal. Hodnoty ROA dosahované v posledních třech analyzovaných letech lze považovat za velmi pozitivní, neboť signalizují, že došlo k výraznému nárůstu produkční síly společnosti. Firma tak efektivně investovala celková aktiva a nebrala v potaz, zda z vlastního či cizího kapitálu.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) vykazovala ve sledovaném období vývojové tendence podobající se vývoji rentability celkového kapitálu, neboť nejvyšší hodnoty dosáhla také v roce 2014. V následujících letech docházelo k poklesu ukazatele, což bylo způsobeno nárůstem vlastního kapitálu společnosti, zatímco čistý zisk rostl pomaleji či dokonce klesal. Rentabilita vlastního kapitálu se i přes tento pokles pohybovala v rozmezí 25 % a 32 %, což představovalo stále příznivou hodnotou pro vlastníky společnosti, neboť docházelo k efektivnímu zhodnocení jejich vloženého kapitálu.

Rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu (ROCE) se v roce 2012 a 2013 pohybovala na velmi nízké úrovni. V roce 2014 zaznamenala nárůst na hodnou 31 %, v posledních dvou analyzovaných letech se pohybovala kolem 30 %. Pozitivní hodnoty v posledních třech sledovaných letech jsou výsledkem příznivých hospodářských výsledků firmy a naznačují, že společnost efektivně hospodaří s dlouhodobě vloženými zdroji.

Rentabilita tržeb (ROS) měla stejný trend jako ostatní ukazatele rentability. Hodnota ukazatele se mezi lety 2012 a 2013 pohybovala na poměrně nízké úrovni, což bylo způsobeno nižším ziskem po zdanění v letech 2011 a 2012. V roce 2014 ukazatel vyskočil na 8 % a v následujícím roce došlo k jeho dalšímu mírnému zvýšení, a to na hodnotu 9 %. Tyto rostoucí tendence lze považovat za pozitivní signál výrobní i obchodní činnosti podniku.

Tabulka 33 Du Pontův rozklad ukazatele ROE společnosti AGADOS

Rozklad ukazatele ROE	2012	2013	2014	2015	2016
Rentabilita tržeb	0,01	0,02	0,08	0,09	0,08
Obrat aktiv	1,48	1,53	1,82	1,70	1,60
Finanční páka	3,65	3,25	2,70	2,22	1,90
ROE	4,3 %	7,8 %	40,0 %	32,4 %	24,6 %

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

Du Pontova analýza (tabulka 33) ukázala, že v prvních třech letech měl klíčový vliv na růst rentability vlastního kapitálu obrat aktiv i rentabilita tržeb, neboť oba ukazatele se meziročně dynamicky zvyšovaly. Finanční páka se ve sledovaných letech snížila z 3,65 na 1,90, tj. skoro o 50 %. V prvních třech letech však klesající finanční páka růst ROE nezpomalila, nárůst obratu aktiv a rentability tržeb byl totiž daleko výraznější. V posledních dvou letech došlo k mírnému poklesu obratu aktiv a spolu se stále se snižující finanční pákou byl způsoben mírný pokles rentability vlastního kapitálu.

4.4.2.2 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity (tabulka 34) naznačují, že společnost AGADOS je schopna hradit své krátkodobé závazky včas a plné výši, a představuje tak solventní podnik. Až na okamžitou likviditu se ukazatele likvidity průměrně pohybují na úrovni průměrných hodnot v odvětví. Likvidita byla nízká zejména na začátku analyzované časové řady, kdy důvodem byl především vyšší stav krátkodobých cizích zdrojů. Situace se postupně zlepšuje, neboť ve všech skupinách ukazatelů je od roku 2012 zaznamenán rostoucí trend. Likvidity se navíc v posledních letech pohybují v optimálních, tj. doporučených hodnotách, což lze považovat za pozitivní signál.

Tabulka 34 Ukazatele likvidity společnosti AGADOS a odvětví CZ-NACE 29.2 v letech 2012–2016

Likvidita	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr AGADOS	Průměr odvětví
Běžná likvidita	1,23	1,28	1,46	1,75	1,68	1,48	1,48
Pohotová likvidita	0,75	0,81	0,96	1,23	1,14	0,98	0,96
Okamžitá likvidita	0,08	0,08	0,12	0,15	0,14	0,12	0,29

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016; MPO (k 6. 11. 2017)

Běžná likvidita každoročně narůstá a od roku 2014 se pohybuje v rozmezí doporučených hodnot, tj. mezi 1,5 až 2,5. V posledních analyzovaných letech navíc převyšuje průměr odvětví. Pozitivní hodnoty běžné likvidity signalizují, že kdyby společnost přeměnila oběžná aktiva na peněžní prostředky, byla by schopna uhradit všechny své splatné závazky. Je tak zachována platební schopnost podniku. I pohotová likvidita se začala pohybovat od roku 2014 v optimálních hodnotách, tj. v intervalu 1 až 1,5, a začala převyšovat odvětvový průměr. V roce 2015 a 2016 by byl podnik schopen vyrovnat své závazky, aniž by musel rozprodat své zásoby. Okamžitá neboli peněžní likvidita se ve všech sledovaných letech pohybovala pod doporučenou hranicí 0,2–0,5, ke které se mírně přiblížila pouze v roce 2015. Nízké hodnoty peněžní likvidity byly způsobeny značnou převahou krátkodobých cizích zdrojů nad krátkodobým finančním majetkem. Okamžitá likvidita byla navíc ve všech letech nižší, než je průměrná hodnota v daném odvětví. Společnost tuto situaci nízké peněžní likvidity by mohla řešit financováním kontokorentními úvěry, kdy v případě okamžité potřeby finančních prostředků by měla zdroje zajištěné.

4.4.2.3 Ukazatele aktivity

Společnost efektivně využívá jednotlivé části svého majetku, jak je patrné z provedené analýzy ukazatelů aktivity, jejíž výsledky jsou uvedeny v tabulce 35. Obrat celkových aktiv společnosti AGADOS je ve všech sledovaných letech vyšší než doporučená minimální hodnota 1 a zároveň je ve všech letech mírně vyšší než průměrná hodnota obratu aktiv v odvětví. Obrat aktiv zaznamenal největší nárůst v roce 2014, a to díky rapidnímu nárůstu tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. V roce 2016 klesl obrat aktiv na hodnotu 1,6, což bylo způsobeno zvýšením aktiv v bilanci díky nárůstu investic do dlouhodobého hmotného majetku a navýšení hodnoty zásob. Obrat zásob se od roku 2012 stále zvyšuje, což naznačuje, že se zásoby v podniku velmi točí. Obrat zásob dosahuje poměrně vysokých hodnot, které od roku 2013 převyšují průměrnou hodnotou v odvětví, i přestože došlo v posledních letech k mírnému zbrzdění. Společnost v rámci obratu pohledávek dosahuje nižších hodnot ve srovnání s odvětvím. Obrat pohledávek zaznamenal v průběhu sledovaných let kolísavý vývoj a od roku 2014 vykazuje klesající tendenci. Pokles obratu aktiv je způsoben zejména tím, že společnost zadržuje značnou část pohledávek, a to z důvodu pozdějších plateb od odběratelů. Firma však obrat pohledávek stabilně udržuje kolem hodnoty 5, což lze v konečném důsledku hodnotit pozitivně. Obrat závazků je příznivý, výrazně vyšší než odvětvový průměr a neustále narůstá, což signalizuje, že je podnik schopen splácet své závazky včas.

Tabulka 35 Ukazatele aktivity společnosti AGADOS a odvětví CZ-NACE 29.2 v letech 2012–2016

Aktivita	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr AGADOS	Průměr odvětví
Obrat aktiv	1,5	1,5	1,8	1,7	1,6	1,6	1,4
Obrat zásob	7,0	7,9	9,6	9,5	9,4	8,7	7,2
Obrat pohledávek	5,1	5,0	5,8	4,6	5,0	5,1	6,0
Obrat krátkodobých závazků	5,8	5,2	6,6	6,3	7,2	6,2	3,7
DO zásob (dny)	51,4	45,8	37,4	37,9	38,4	42,2	50,7
DO pohledávek (dny)	70,7	72,2	62,6	79,0	71,3	71,1	61,4
DO závazků (dny)	62,4	69,1	54,4	56,9	50,0	58,6	98,8
Obchodní deficit (dny)	8,3	3,1	8,2	22,1	21,3	12,6	-37,4

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016; MPO (k 6. 11. 2017)

Doba obratu zásob se v průběhu sledovaných let postupně snižuje, což je pozitivním jevem, neboť společnost kratší dobu váže zásoby v podniku. Doba vázanosti zásob v podniku se pohybuje průměrně kolem 42 dní, což lze ve srovnání s odvětvovým průměrem

považovat za přijatelnou dobu. Doba obratu pohledávek se průměrně pohybuje okolo 71 dní, což je v porovnání s odvětvím vyšší hodnota. Společnost tak dostává za své pohledávky zapláceno později, než jak je tomu průměrně v daném odvětví. V rámci doby obratu závazků dosahuje firma také výrazně odlišných hodnot, než je průměrná hodnota odvětví. Doba obratu závazků podniku se pohybuje kolem 59 dní, což je téměř o 60 % nižší hodnota než odvětvový průměr. Společnost tak splácí své závazky výrazně dříve, než je tomu průměrně v odvětví. Z porovnání doby obratu pohledávek a závazků společnosti je patrné, že obchodní deficit je kladný. Firma tak úvěruje své odběratele, jinými slovy platí své závazky dříve, než dostává zapláceno za své pohledávky, což může vést k potřebě dalších finančních zdrojů. Značný nárůst kladného rozdílu mezi dobou obratu pohledávek a dobou obratu závazků v roce 2015 mohl být způsoben zejména tím, že společnost začala více dodávat své výrobky do obchodních řetězců, které mohou mít vyšší vyjednávací sílu a stavit tak podnik do nevýhodné pozice. Vzhledem k tomu, že společnost nemá dlouhodobé pohledávky, v rámci kterých by se nesplácení pohledávek projevilo nejdříve, lze předpokládat, že nepláči firmu neohrožují. Přesto by se společnost měla věnovat zefektivnění řízení pohledávek a nebýt příliš benevolentní v jejich splatnosti.

4.4.2.4 Ukazatele zadluženosti

Společnost AGADOS vykazuje celkovou zadluženost (tabulka 36) pohybující se ve sledovaném období kolem 61 %, což je v porovnání se zadlužeností odvětví mírně vyšší hodnota. V roce 2016 se podíl cizích zdrojů na celkových aktivech snížil pod 50 %, a tedy i pod průměrnou hodnotu odvětví. Společnost vykazuje ve sledovaných letech průměrně téměř čtvrtinový podíl dlouhodobých cizích zdrojů na dlouhodobém kapitálu, což je způsobeno financováním prostřednictvím dlouhodobých investičních bankovních úvěrů. Dlouhodobá zadluženost má však od roku 2012 klesající tendenci, neboť společnost dlouhodobý bankovní úvěr postupně splácela a nové dlouhodobé půjčky si již nevzala.

Tabulka 36 Ukazatele zadluženosti společnosti AGADOS a odvětví CZ-NACE 29.2 v letech 2012–2016

Zadluženost	2012	2013	2014	2015	2016	Průměr AGADOS	Průměr odvětví
Celková zadluženost	72,0 %	68,5 %	62,2 %	54,0 %	47,0 %	60,7 %	52,6 %
Dlouhodobá zadluženost	50,8 %	46,5 %	39,8 %	30,0 %	22,4 %	37,9 %	12,0 %
Úrokové krytí	2,0	3,6	26,4	32,8	37,2	20,4	10,9
Doba splácení dluhů (roky)	4,0	4,0	1,4	1,4	1,2	2,4	6,6

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016; MPO (k 6. 11. 2017)

Dlouhodobou finanční stabilitu nastínila již provedená bilanční pravidla, konkrétně zlaté bilanční pravidlo financování, které ukázalo, že společnost je schopna svým dlouhodobým kapitálem krýt celý svůj dlouhodobý majetek. Z hlediska ukazatele úrokového krytí lze hodnotit firmu pozitivně, jelikož hodnoty úrokové krytí se od roku 2013 pohybovaly nad doporučenou hodnotu 3. Hodnoty úrokové krytí se v průměru pohybují kolem hodnoty 20, a jsou tak dvojnásobně vyšší než průměrná hodnota odvětví. Lze tedy konstatovat, že společnost nemá problém vytvářet potřebný zisk na krytí nákladových úroků z bankovních úvěrů, což naznačuje i možnou kapacitu pro přijetí dalšího cizího úročeného kapitálu.

I přestože firma vykazuje průměrně vyšší celkovou i dlouhodobou zadluženost, než jsou hodnoty v odvětví, nemá společnost problémy splácet své dluhy. Ukazatel doby splácení dluhů²³ se pohybuje ve výši 2 let, což znamená, že 2násobek ročních provozních cash flow by stačil ke splácení všech krátkodobých i dlouhodobých závazků. Pozitivní skutečností také je, že doba splácení dluhu v čase klesá a je skoro trojnásobně nižší než odvětvový průměr.

4.4.3 Analýza pracovního kapitálu

Čistý pracovní kapitál (tabulka 37) ve všech sledovaných letech nabývá kladných hodnot, což znamená, že část oběžných aktiv je financována dlouhodobým kapitálem. Čistý pracovní kapitál (NWC) je tvořen především zásobami a krátkodobými pohledávkami a od roku 2014 stále narůstá. Rostoucí výše NWC je patrná i z grafu 19, kde je možné sledovat neustále mírně narůstající rozdíl mezi krátkodobými aktivy a krátkodobými závazky, což je důsledkem stále větší vázanosti čistého pracovního kapitálu v podniku. K největšímu nárůstu čistého pracovního kapitálu, o více jak 33 %, došlo mezi lety 2014 a 2015, což bylo zapříčiněno rychlejším nárůstem oběžných aktiv (zejména krátkodobých pohledávek), než byl nárůst krátkodobých závazků. I přestože meziroční nárůst 2016/2015 čistého pracovního kapitálu nebyl výrazný z důvodu poklesu oběžných aktiv a krátkodobých závazků, hodnota čistého pracovního kapitálu dosáhla své nejvyšší hodnoty, neboť došlo k rychlejšímu poklesu krátkodobých závazků než oběžných aktiv.

Nefinanční pracovní kapitál (NCWC) vykazuje podobné hodnoty jako čistý pracovní kapitál, tudíž je patrné, že čistý pracovní kapitál není tvořen krátkodobým finančním majetkem. Růst nefinančního pracovního kapitálu je ovlivněn především růstem zásob a krátkodobých pohledávek.

²³ Pro výpočet ukazatele doby splácení dluhu bylo využito vzorce ve tvaru: $\text{doba splácení dluhu} = \frac{\text{kr. závazky} + \text{dl. závazky}}{\text{CF provozní}}$. Z důvodu srovnatelnosti s daty odvětví bylo pro výpočet provozního CF využito určitého zjednodušeného pojetí ve tvaru EAT + odpisy.

Tabulka 37 Analýza čistého pracovního kapitálu společnosti AGADOS v letech 2012–2016

Analýza pracovního kapitálu	2012	2013	2014	2015	2016
Zásoby	48 099	42 908	42 714	44 694	47 020
Krátkodobé pohledávky	66 224	67 532	71 451	93 075	87 217
Krátkodobý finanční majetek	8 224	7 372	10 497	12 955	12 203
Krátkodobé závazky	58 416	64 647	62 075	67 077	61 173
NWC	64 131	53 165	62 587	83 647	85 267
NWC/T	19,0 %	15,8 %	15,2 %	19,7 %	19,4 %
NWC/A	28,1 %	24,1 %	27,7 %	33,6 %	31,0 %
NWC/oběžná aktiva	52,3 %	45,1 %	50,2 %	55,5 %	58,2 %
NCWC	55 907	45 793	52 090	70 692	73 064
NCWC/T	16,6 %	13,6 %	12,7 %	16,7 %	16,6 %
NCWC/A	24,5 %	20,7 %	23,1 %	28,4 %	26,6 %
NCWC/oběžná aktiva	48,9 %	41,5 %	45,6 %	51,3 %	54,4 %
Meziroční růst NWC	x	-17,1 %	17,7 %	33,6 %	1,9 %

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

Graf 19 Vývoj složek čistého pracovního kapitálu společnosti AGADOS v letech 2012–2016



Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

Podíl čistého pracovního kapitálu na provozních tržbách dosahuje podobných hodnot jako podíl nefinančního pracovního kapitálu na provozních tržbách. To je dáno nízkým zastoupením krátkodobého finančního majetku v čistém pracovním kapitálu, jak již bylo řečeno výše. Čistý pracovní kapitál se podílí na tržbách průměrně z 18 %, nefinanční pracovní kapitál průměrně z 15 %. U obou ukazatelů nedochází v rámci sledovaného období k výrazným růstům. Lze tak usuzovat, že i přes vyšší hodnoty čistého pracovního kapitálu,

případně nefinančního pracovního kapitálu, nedochází ke špatnému řízení pracovního kapitálu. Čistý pracovní kapitál zaujímá na celkových aktivech průměrně 29 % a na oběžných aktivech 52 %, podobné podíly na celkových i oběžných aktivech zaujímá rovněž nefinanční pracovní kapitál. V rámci podílů nedochází k výrazným změnám, což sice nasvědčuje finanční stabilitě společnosti, ale hodnoty v čase stále rostou a jsou poměrně vysoké. To poukazuje na skutečnost, že by se měla firma zaměřit na řízení čistého pracovního kapitálu, a to zejména položek krátkodobých pohledávek, které by se měla pokusit snížit. Vysoké hodnoty čistého pracovního kapitálu jsou žádané spíše pro vedení společnosti, které může oběžný kapitál využívat pro svoji činnost, i když uhradí veškeré krátkodobé závazky. Naopak vysoké hodnoty čistého pracovního kapitálu jsou méně příznivé pro vlastníky společnosti, neboť jsou nákladné – snižují výnosnost investovaného kapitálu, snižují volný peněžní tok a tím i hodnotu podniku.

Společnost zadržuje vyšší hodnotu pracovního kapitálu, než ve skutečnosti potřebuje. Jak je patrné z tabulky 38, firma průměrně potřebuje čistý pracovní kapitál průměrně okolo 57 000 tisíc Kč, ale zadržuje kapitál v průměrné hodnotě okolo 70 000 tisíc Kč. Je tedy zřejmé, že složky čistého pracovního kapitálu by měly být lépe řízeny, neboť je patrný i trend stále vyšší vázanosti. Větší vázanost prostředků v méně likvidních oběžných aktivech je pozorovatelná i ze samotného obrátového cyklu peněz. Společnost musí od platby za nakoupený materiál čekat v průměru 55 dní, než dostane zaplacenou za prodej svých hotových výrobků. Obrátový cyklus peněz navíc stále roste, což signalizuje neefektivní hospodaření s oběžnými aktivy. Firma v posledních dvou analyzovaných letech potřebovala ke krytí oběžného majetku po dobu 60 dní průměrně 67 000 tisíc Kč.

Tabulka 38 Potřebná výše čistého pracovního kapitálu společnosti AGADOS v letech 2012–2016

Potřeba pracovního kapitálu	2012	2013	2014	2015	2016
DO zásob (dny)	51,4	45,8	37,4	37,9	38,4
DO pohledávek (dny)	70,7	72,2	62,6	79,0	71,3
DO závazků (dny)	62,4	69,1	54,4	56,9	50,0
Obrátový cyklus peněz	59,7	48,9	45,6	60,0	59,7
Průměrné denní výdaje	938	940	1 062	1 100	1 128
Potřeba NWC	55 974	46 012	48 444	65 963	67 399
Převis NWC nad potřebou NWC	8 157	7 153	14 143	17 684	17 868

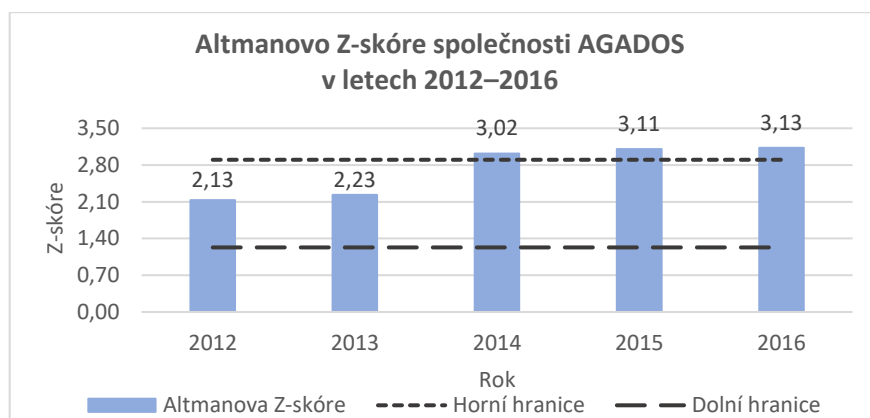
Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

4.4.4 Bankrotní a bonitní modely

Pro komplexní zhodnocení finanční situace podniku jsou využity souhrnné ukazatele finančního zdraví, kterými jsou tzv. bankrotní a bonitní modely. V rámci bankrotních modelů je aplikováno Altmanovo Z-skóre a index IN05. V rámci bonitních modelů je využit Kralickův Quicktest.

Altmanův bankrotní model (graf 20) ukázal, že společnost AGADOS se v letech 2012 a 2013 dostala do tzv. šedé zóny (tj. do rozmezí 1,23–2,89), a proto nešlo činit jednoznačné závěry o jejím finančním zdraví. Od roku 2014 se hodnoty Z-skóre pohybují v oblasti prosperity (tj. nad hodnotou 2,9), a AGADOS tak představuje finančně zdravou firmu, která není v blízké době ohrožena bankrotem. Pozitivním signálem je, že Z-skóre od roku 2012 stále narůstá. Rostoucí hodnota Z-skóre je ovlivněna především rostoucí výnosností celkového kapitálu a snižující se zadlužeností. Ukazatele, výpočty a hodnoty Altmanova indexu jsou uvedeny v příloze 6.

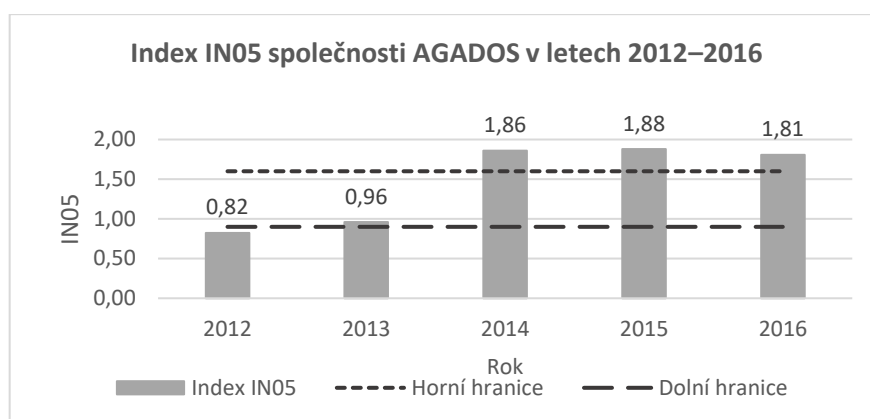
Graf 20 Altmanovo Z-skóre společnosti AGADOS v letech 2012–2016



Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

Index IN05 aplikovaný na společnost AGADOS (graf 21) ukázal, že se firma v roce 2012 pohybovala v pásmu neprosperity (tj. pod úrovní 0,9), a netvořila tak hodnotu a s pravděpodobností 86 % byla ohrožena bankrotem. Firma se však v následujícím roce dostala do šedé zóny, v rámci které hodnotu ani netvořila, ale ani ji neztrácela. Od roku 2014 se celková finanční situace společnosti výrazně zlepšila a společnost postoupila do oblasti prosperity (tj. nad úroveň 1,6) a představoval tak podnik, který s pravděpodobností 67 % tvořil hodnotu. Za pozitivní lze považovat skutečnost, že trend indexu IN05 byl s výjimkou roku 2016 stále rostoucí, a to především díky zvyšující se rentabilitě aktiv. Ukazatele, výpočty a hodnoty ukazatele IN05 jsou uvedeny v příloze 6.

Graf 21 Index IN05 společnosti AGADOS v letech 2012–2016



Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

Kralickův Quicktest (tabulka 39) vedl ke stejným výsledkům jako předchozí souhrnné indexy hodnocení. Společnost AGADOS byla v roce 2012 ohrožena bankrotem, v následujícím roce přešla do šedé zóny a od roku 2014 představuje bonitní firmu. Společnost se tak v posledních třech letech nachází ve velmi dobré finanční kondici, a to především díky dobré výnosnosti celkového kapitálu a dobré finanční stabilitě, které je podpořena rostoucí hodnotou vlastního kapitálu na úkor cizích zdrojů a snižující se dobou splácení dluhů.

Tabulka 39 Kralickův Quicktest společnosti AGADOS v letech 2012–2016

Ukazatel	2012	2013	2014	2015	2016
Rentabilita celkového kapitálu	3 %	4 %	19 %	19 %	17 %
Podíl provozního CF k tržbám	2 %	9 %	10 %	7 %	11 %
Podíl VK na celkovém kapitálu	27 %	31 %	37 %	45 %	53 %
Doba splácení dluhu (roky)	13,1	2,4	1,6	2,3	1,3

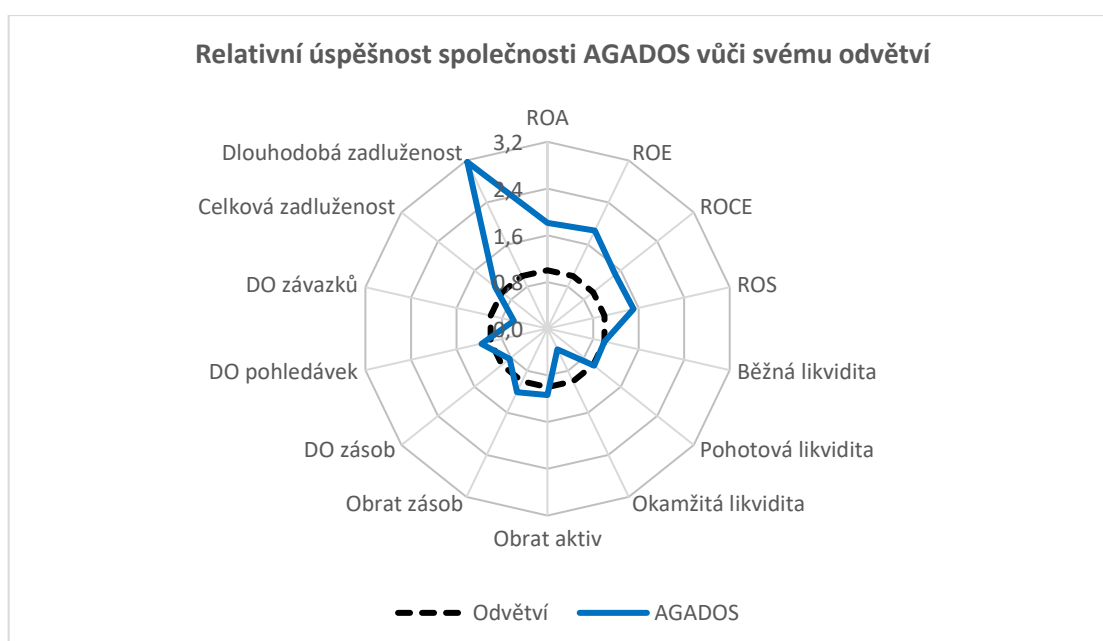
Ukazatel	Bodové hodnocení ukazatele				
	2012	2013	2014	2015	2016
Rentabilita celkového kapitálu	4	4	1	1	1
Podíl provozního CF k tržbám	4	2	1	3	1
Podíl VK na celkovém kapitálu	2	1	1	1	1
Doba splácení dluhu	4	1	1	1	1
Kralickův Quicktest	3,50	2,00	1,00	1,50	1,00
Slovní zhodnocení	ohrožena bankrotem	šedá zóna	bonitní firma	bonitní firma	bonitní firma

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

4.4.5 Prostorové srovnání

Analýza prostorového srovnání vychází z výsledků poměrové analýzy, v rámci které bylo provedeno srovnání společnosti AGADOS s průměrnými hodnotami odvětví výroby karoserií, přívěsů a návěsů (CZ-NACE 29.2), do něhož právě analyzovaná společnost spadá. Pro získání lepší představy o tom, jak si společnost stojí v rámci svého odvětví, byl sestrojen pavučinový graf 22 zachycující všechny oblasti finančního zdraví. V rámci prostorového srovnání je vycházeno z průměrných dat poměrových ukazatelů společnosti AGADOS a příslušného odvětví za období 2012 až 2016, jedná se tedy o srovnání průměrných hodnot.

Graf 22 Prostorové srovnání společnosti AGADOS s odvětvím



Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016; MPO (k 6. 11. 2017)

Společnost AGADOS je na tom velmi dobře v oblasti rentability. Hodnota rentability celkového kapitálu je skoro dvojnásobně větší než průměrná hodnota odvětví, stejná situace se týká i ukazatele rentability vlastního kapitálu. V oblasti běžné a pohotovostné likvidity je na tom firma srovnatelně s odvětvím, likvidita je udržována v přiměřených hodnotách. Pozitivním signálem je i obrat aktiv a obrat zásob, oba ukazatele převyšují odvětvový průměr. Naopak hůře je na tom podnik v oblasti řízení oběžného majetku, konkrétně krátkodobých pohledávek, neboť doba obratu pohledávek je mírně vyšší, než je průměr v odvětví. Společnost je na tom dobře z hlediska celkového zadluženosti, která je jen mírně vyšší než odvětvový průměr, což je pozitivním signálem. Daleko horší situace je v oblasti dlouhodobé zadluženosti, která je dokonce trojnásobně větší než v odvětví.

4.4.6 Závěr finanční analýzy

U společnosti AGADOS lze ve sledovaném období 2012–2016 pozorovat pozitivní vývoj v nepřetržitém růstu výsledku hospodaření. Dochází k celkovému růstu firmy, jak je patrné z každoročního nárůstu bilanční sumy, byť v roce 2013 došlo k mírnému poklesu. Z hlediska majetkové struktury lze vyzdvihnout zvýšení dlouhodobého majetku v roce 2016, kdy vyvrcholila značná investiční činnost a bude tedy nezbytné sledovat budoucí vývoj tržeb a výnosnosti z hlediska návratnosti investic. Analýza tempa růstu ukázala, že společnost z dlouhodobého hlediska investuje minimálně do obnovy dlouhodobého majetku, neboť dlouhodobý majetek je udržován v poměrně stejné výši. Investice jsou dlouhodoběji vyšší než odpisy, což směřuje ke splnění going concern principu. Velikost vlastního kapitálu se neustále zvyšuje v důsledku postupného ukládání zisku v podniku, což vytváří potenciál pro růst firmy. V cizích zdrojích je využíván především úročený cizí kapitál, který v čase postupně klesá, což koresponduje s klesajícími nákladovými úroky v nákladové struktuře podniku. Struktura nákladů vykazuje stabilitu a nedochází tak k výrazným změnám ve způsobu výroby. Pozitivně lze hodnotit kontinuální růst provozních tržeb díky stále rostoucím tržbám za prodej vlastních výrobků a služeb.

Na trvalou ziskovost firmy poukazují i vysoké hodnoty rentabilit, které jsou v porovnání s odvětvím skoro dvojnásobně vyšší. Společnost hospodáří efektivně a svěřené prostředky adekvátně zhodnocuje. Tato skutečnost se projevila vyšší hodnotou rentability vlastního kapitálu, než je hodnota rentability celkového kapitálu. Běžná a pohotová likvidita se drží na úrovni doporučených hodnot, stále roste a dosahuje průměrných hodnot v odvětví. Tato situace značí, že společnost je solventním podnikem, který je schopen hradit včas a v požadované výši všechny své splatné závazky. Naopak v oblasti okamžité likvidity dosahuje firma nízkých hodnot, neboť společnost nezadržuje velké množství krátkodobého finančního majetku. Všechny ukazatele aktivity vykazují rychlejší obrat (kratší dobu obratu) než v odvětví, což nasvědčuje, že společnost efektivně využívá svůj majetek. Pouze doba obratu pohledávek je průměrně vyšší než odvětvový průměr, a navíc je delší než doba obratu závazků. Společnost tak provádí liberální financování svého obchodního okolí, neboť poskytuje delší doby splatnosti faktur, a naopak nevyužívá výhody plynoucí z financování dodavatelskými úvěry. Neefektivní řízení krátkodobých pohledávek lze považovat za slabé místo analyzovaného podniku. Otázkou však je, pokud by firma striktně snížila doby inkasa pohledávek, zda by nebyla vystavena riziku ztráty svých zákazníků a riziku poklesu tržeb. Celková zadluženost se drží průměrně na úrovni 61 %, přičemž v čase klesá díky ukládání vytvořeného zisku v podniku, a dostává se tak pod průměrnou hodnotu celkové zadluženosti

v odvětví. V důsledku klesající zadluženosti roste ukazatel úrokového krytí, který signalizuje dostatečný prostor pro přijetí dalšího cizího úročeného kapitálu. Významná je i skutečnost, že se firmě povedlo v celém sledovaném období dodržet zlaté bilanční pravidlo financování a dlouhodobým kapitálem pokryla celý svůj dlouhodobý majetek.

V rámci analýzy čistého pracovního kapitálu se ukázalo, že společnost zadržuje především velké množství krátkodobých pohledávek, které jsou skoro dvojnásobně větší než zásoby. Čistý pracovní kapitál navíc stále narůstá, přičemž jeho skutečná potřeba je nižší. Podnik si tak vytváří potřebný polštář pro zabezpečení plynulosti výroby na delší dobu.

Společnost si v rámci odvětví vede velice obstojně, jak ukázala analýza prostorového srovnání. I přes vyšší zadluženost a dobu obratu pohledávek dosahuje firma lepších hodnot, než jsou průměrné hodnoty v odvětví výroby karoserií, přívěsů a návěsů.

Souhrnné ukazatele finančního zdraví potvrdily závěry z dílčích analýz, kdy společnost AGADOS lze považovat za finančně zdravou firmu, neohroženou bankrotem v nejbližší době a schopnou tvořit hodnotu. Navíc se jedná o bonitní firmu díky dobré výnosnosti celkových aktiv a finanční stabilitě.

Na základě výsledků finanční analýzy lze společnost AGADOS považovat za dostatečně finančně zdravou firmu, mezi jejíž silné stránky patří především finanční stabilita a výkonnost. Společnost má vzhledem ke své finanční situaci a společně se závěry strategické analýzy potenciál pro budoucí růst. Je schopna dalšího rozvoje a čelit intenzivní konkurenci na relevantním trhu, přičemž se nebude potáčet s finančními problémy. Tyto aspekty vedou ke splnění předpokladu trvalého pokračování podniku a potvrzují výrok o perspektivnosti podniku vysloveného v rámci strategické analýzy. Splnění principu going concern umožňuje využití výnosových metod pro stanovení hodnoty společnosti AGADOS.

Jediným možným rizikem je nízká okamžitá likvidita. Společnost v tomto ohledu zatím problémy neměla, vždy byla schopna své závazky splácet včas a v plné výši, ale do budoucna by se okamžitá likvidita mohla mírně zvýšit a pohybovat se v doporučených hodnotách.

4.5 Finanční plán

Před samotnou tvorbou finančního plánu dochází zpravidla k **rozdělení aktiv podniku na provozně potřebná a nepotřebná**. Vzhledem k nedostupnosti informací o charakteru aktiv společnosti AGADOS je vycházeno z určitého zjednodušení, kdy jsou veškerá aktiva považována za nezbytná k zajištění hlavní podnikatelské činnosti. Důvody pro uvažování veškerých aktiv za provozně potřebná jsou následující:

- *Dlouhodobý nehmotný majetek* je tvořen především položkou software, který je nezbytný pro provoz podniku. Položka nehmotné výsledky výzkumu a vývoje a položka ocenitelská práva indikují tvořivou činnost vztahující se k provozu podniku.
- *Dlouhodobý hmotný majetek* je zastoupen pozemky a stavbami (výrobní haly, sklady, prodejna a další), které jsou plně využívány k hlavní činnosti podniku. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí zahrnují veškeré technologické, strojní a administrativní vybavení, které je nezbytné k provozu firmy.
- *Dlouhodobý finanční majetek* je považován v celé výši za provozně potřebný, neboť představuje podíly v dceřiných společnostech a dochází k vzájemnému propojení.
- *Zásoby* tvoří nezbytnou součást majetku firmy a předpokládá se, že společnost s touto položkou efektivně hospodaří a udržuje zásoby pouze v takové výši, kterou sám považuje za nezbytnou ke své činnosti.
- *Krátkodobé pohledávky* jsou z největší části tvořeny krátkodobými pohledávkami z obchodních vztahů, což souvisí s hlavní činností podniku.
- *Krátkodobý finanční majetek* zahrnuje pouze položku peníze a účty v bankách. Společnost disponuje pouze peněžními prostředky nezbytně nutnými k zajištění provozu, jak vyplynulo z nízkých hodnot ukazatele okamžité likvidity. Okamžitá likvidita tvořila mezi lety 2012 až 2016 jen 8–15 % krátkodobého cizího kapitálu.
- *Časové rozlišení* je v plné výši považováno za provozně nutné, neboť bylo vytvořeno v souvislosti s financováním dlouhodobého majetku prostřednictvím leasingu.

Zároveň je předpokládáno, že veškeré výnosy a náklady společnosti souvisí s těmito provozně potřebnými aktivy a není třeba tyto položky vyloučit z výsledků hospodaření, se kterými bude dále pracováno při stanovování hodnoty firmy.

Finanční plán společnosti AGADOS je sestaven na období pěti let, konkrétně pro období let 2017 až 2021, a skládá se z plánovaného výkazu zisku a ztráty a z plánované rozvahy. Údaje vstupující do finančního plánu jsou čerpány z výsledků strategické a finanční analýzy. Pro plánování finančních výkazů byla využita metoda procenta tržeb, která spočívá v procentuálním podílu jednotlivých položek výsledovky a rozvahy na provozních tržbách. U každé dílčí položky byl nejdříve zjišťován její podíl na provozních tržbách v minulém období (tzv. vertikální analýza), poté byly odhadovány budoucí podíly na provozních tržbách a z nich byly následně dopočítány absolutní hodnoty. U některých položek byla

v prognózovaných letech stanovena konstantní výše dle posledního roku či na základě expertního odhadu.

4.5.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Výchozím krokem pro tvorbu plánu výkazu zisku a ztráty je prognóza tržeb společnosti AGADOS, která je výstupem strategické analýzy. Plánované tržby podniku jsou pro přehlednost znovu uvedeny v tabulce 40, přičemž se jedná o prognózu tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Tržby společnosti budou v letech 2017 až 2021 dosahovat průměrného tempa růstu 8 %, přičemž od roku 2022 je očekáván vývoj tempa růstu tržeb ve výši 3,7 %.

Tabulka 40 Prognóza tržeb společnost AGADOS na období let 2017–2021 (tis. Kč)

(tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby AGADOS	483 050	531 875	571 749	609 013	649 961
Tempo růstu tržeb	11,1 %	10,1 %	7,5 %	6,5 %	6,7 %
Průměrné tempo růstu tržeb	8 %				

Zdroj: Vlastní zpracování

Vzhledem k tomu, že tržby za prodej vlastních výrobků a služeb jsou ve výkazu zisku a ztráty vykazovány v rámci položky výkony, je vycházeno z určitého předpokladu, že tempo růstu výkonů lze ztotožnit s tempem růstu tržeb, respektive s tempem růstu tržeb za vlastní výrobky a služby. Důvodem shodného tempa růstu výkonů a tržeb za vlastní výrobky a služby je, že ostatní položky (tj. změna stavu zásob vlastní činnosti a aktivace) patřící do položky výkony zaujímaly mezi lety 2012 až 2016 průměrně nulový podíl na výkonech. Předpokládá se, že tento podíl bude zachován i do budoucna. Jednotlivé výkony společnosti jsou naprognózovány tak, že tempo růstu tržeb je vynásobeno výkony podniku v předchozím roce. Výsledná pětiletá predikce vývoje výkonů a ostatních položek výsledovky je uvedena v tabulce 41, která představuje plánovaný výkaz zisku a ztráty ve zkrácené podobě.

Tabulka 41 Plánovaný výkaz zisku a ztráty společnosti AGADOS (tis. Kč)

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby za prodej zboží	826	834	843	851	860
Náklady na prodané zboží	740	704	669	637	605
Obchodní marže	86	131	173	215	254

Výkony	488 377	537 740	578 053	615 729	657 128
Výkonová spotřeba	332 658	366 231	393 649	419 274	447 432
Přidaná hodnota	155 805	171 640	184 577	196 669	209 951
Osobní náklady	78 272	86 172	92 623	98 653	105 278
Daně a poplatky	1 761	1 939	2 084	2 220	2 369
Odpisy DHM a DNM	19 568	21 543	23 156	24 663	26 320
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	29 352	32 314	34 734	36 995	39 479
ZC prodaného dl. majetku a materiálu	22 978	25 297	27 191	28 961	30 906
Změna stavu rezerv a OP	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	978	1 042	1 167	930	859
Ostatní provozní náklady	2 446	2 693	2 894	3 083	3 290
Provozní výsledek hospodaření	61 110	67 353	72 530	77 014	82 127
Výnosové úroky	18	19	20	21	22
Nákladové úroky	1 176	1 122	1 070	1 021	974
Ostatní finanční výnosy	700	700	700	700	700
Ostatní finanční náklady	1 400	1 400	1 400	1 400	1 400
Finanční výsledek hospodaření	-1 858	-1 802	-1 750	-1 700	-1 652
VH za běžnou činnost před zdaněním	59 252	65 550	70 780	75 315	80 475
Daň z příjmů za běžnou činnost	11 258	12 455	13 448	14 310	15 290
VH za účetní období	47 994	53 096	57 332	61 005	65 185

Zdroj: Vlastní zpracování

Tržby za zboží tvořily mezi lety 2012 až 2016 průměrně 8 % z provozních tržeb, jejich podíl však v posledních letech klesnul skoro k nulové hodnotě. Při prognóze tržeb za zboží je vycházeno z předpokladu, že i přestože prodeje zboží byly v minulosti méně výhodné, bude je společnost udržovat v poměrně stálé výši okolo 840 tisíc Kč. Meziroční tempo růstu tržeb za zboží bude činit 1 %, přičemž podíl na provozních tržbách bude stále zanedbatelný, téměř nulový. V důsledku toho budou podíly nákladů na prodané zboží a obchodní marže na provozních tržbách udržovány také na skoro nulové úrovni.

Výkonová spotřeba tvořila mezi lety 2012 až 2016 průměrně 69 % provozních tržeb. V prognózovaném období je vycházeno z předpokladu, že v podniku dojde k částečné úspoře nákladů vlivem nových ekonomičtějších technologií, a proto byl podíl výkonové spotřeby na tržbách fixně stanoven na 68 % v každém roce. V důsledku toho se zvýší podíl přidané hodnoty na provozních tržbách z původních 27 % na 32 %.

Podíl osobních nákladů na provozních tržbách byl v minulém období udržován ve stále stejné výši okolo 17 % a předpokládá se, že tento podíl bude zachován i do budoucna. Osobní náklady budou každoročně narůstat v závislosti na rostoucích provozních tržbách, kdy bude firma rozšiřovat své výrobní kapacity, aby byla schopna uspokojit rostoucí poptávku, a tudíž

bude zvyšovat i množství pracovních sil. V prognózovaném období se očekává nárůst odpisů vlivem investic, kdy podíl odpisů na provozních tržbách se z původních 3 % zvýší na 4 %. Položka daně a poplatky měla v minulosti velmi omezený vliv, a proto je podíl daní a poplatků na provozních tržbách ponechán na úrovni podílu v roce 2016, tedy ve výši 3,6 %. Položka změna stavu rezerv a opravných položek je vzhledem k provozním tržbám zanedbatelná, a proto není do budoucna plánována.

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu tvořily v minulosti poměrně stabilní podíl na provozních tržbách, který se pohyboval kolem 6–7 %. Pro příští roky se předpokládá, že bude tato položka zaujímat 6 % z provozních tržeb. Podíl zůstatkové ceny dlouhodobého majetku a materiálu na provozních tržbách činil v minulých letech průměrně 4,7 % a s tímto podílem je počítáno i do budoucnosti. Ostatní výnosy a náklady měly velmi omezený vliv na provozní tržby, a proto je pro příští roky předpokládán podíl ostatních výnosů na provozních tržbách ve výši 0,2 % a ostatních nákladů ve výši 0,5 %.

Výše zmíněné trendy se ve struktuře výnosů a nákladů projeví v růstu provozní ziskové marže²⁴, která z průměrné hodnoty 7,6 % za období let 2012–2016 vzroste v prognózovaném období na hodnotu 12,5 %. Provozní hospodářský výsledek se bude každoročně navyšovat a v posledním roce prognózy by měl dosáhnout více než 82 000 tisíc Kč.

Finanční výsledek hospodaření v prognózovaném období mírně vzroste, ale bude se stále pohybovat v záporných hodnotách. Výnosové úroky budou podle odhadu 1 % z výše krátkodobého finančního majetku k počátku roku. Nákladové úroky byly v plánu určeny na základě součinu cizího úročeného kapitálu, který byl odhadnut v plánované rozvaze, a úrokové míry. Úroková míra byla zjištěna z podílu nákladových úroků v roce 2016 a cizího úročeného kapitálu ve stejném roce a činila 1,8 %. Tato výše úrokové sazby se předpokládá i ve všech prognózovaných letech. Ostatní finanční výnosy budou očekávány ve fixní výši 700 tisíc Kč, stejně tak ostatní finanční náklady se budou pohybovat fixně ve výši 1 400 tisíc Kč. Očekávaná daňová sazba činí 19 %. Výsledek hospodaření za účetní období bude ve všech prognózovaných letech kladný, bude dosahovat průměrného tempa růstu ve výši 13,3 % a v posledním plánovém roce by měl činit více než 65 000 tisíc Kč.

4.5.2 Plánovaná rozvaha

Podle plánované rozvahy, která je ve zkrácené podobě zachycena tabulkou 42, bude celková bilanční suma v průběhu let 2017–2021 každoročně mírně růst. Bilanční suma tak

²⁴ Provozní zisková marže = provozní výsledek hospodaření / celkové provozní tržby

z původní hodnoty 299 000 tisíc Kč v roce 2017 vzroste na hodnotu 383 000 tisíc Kč v roce 2021. Na straně aktiv bude tento nárůst zapříčiněn především zvýšením dlouhodobého majetku, který vzroste mezi lety 2017 až 2021 o 34 % (45 000 tisíc Kč). Při prognóze bylo počítáno se zachováním going concern principu, a proto budou investice do dlouhodobého majetku v každém roce mírně přesahovat úroveň odpisů. Dojde k nárůstu především dlouhodobého hmotného majetku, jehož podíl na provozních tržbách se z původní hodnoty 26 % zvýší na 27 %. V rámci dlouhodobého nehmotného majetku se očekává jeho výše v podobně 2 % z provozních tržeb. Dlouhodobý finanční majetek byl ponechán na úrovni roku 2016.

Tabulka 42 Plánovaná rozvaha společnosti AGADOS (tis. Kč)

ROZVAHA k 31. 12. roku ... (tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021
AKTIVA CELKEM	298 665	319 488	339 630	360 042	382 513
Dlouhodobý majetek	135 954	149 383	160 351	170 601	181 864
Dlouhodobý nehmotný majetek	978	1 077	1 158	1 233	1 316
Dlouhodobý hmotný majetek	132 085	145 415	156 302	166 477	177 657
Dlouhodobý finanční majetek	2 891	2 891	2 891	2 891	2 891
Oběžná aktiva	162 710	170 105	179 280	189 441	200 649
Zásoby	51 638	56 850	61 106	65 083	69 454
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	92 732	93 773	97 786	103 130	109 017
Krátkodobý finanční majetek	18 340	19 483	20 388	21 228	22 178
Časové rozlišení	0	0	0	0	0
PASIVA CELKEM	298 665	319 488	339 630	360 042	382 513
Vlastní kapitál	166 179	183 279	200 789	218 795	238 226
Základní kapitál	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Fondy ze zisku	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
VH minulých let	112 184	124 183	137 457	151 790	167 041
VH běžného účetního období	47 994	53 096	57 332	61 005	65 185
Cizí zdroje	131 534	135 258	137 889	140 295	143 335
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	66 586	73 306	78 794	83 923	89 559
Bankovní úvěry dlouhodobé	39 834	37 843	35 951	34 153	32 445
Krátkodobé bankovní úvěry	25 114	24 109	23 145	22 219	21 330
Časové rozlišení	952	952	952	952	952

Zdroj: Vlastní zpracování

Oběžný majetek v příštích letech také vzroste, ale ve srovnání s dlouhodobým majetkem bude jeho nárůst (2021/2017) menší a bude se pohybovat okolo 23 % (38 000 tisíc Kč). Podíl zásob na provozních tržbách byl ponechán na úrovni roku 2016, tedy ve výši 11 %. Krátkodobé pohledávky v minulosti tvořily 20 % z provozních tržeb, ale je očekáváno jejich efektivnější řízení, a proto jejich podíl na provozních tržbách klesne v plánovaném období na průměrnou hodnotu 17 %. Dlouhodobé pohledávky podnik v minulých letech neměl, a proto nebyly plánovány ani do budoucnosti. Společnost v minulém období udržovala poměrnou malou výši krátkodobého finančního majetku, čemuž nasvědčovaly i nízké hodnoty okamžité likvidity. Pro příští roky je očekáváno, že krátkodobý finanční majetek bude tvořit 20 % krátkodobého cizího kapitálu. Krátkodobý finanční majetek bude však stále v celé výši považován za provozně potřebný. Časové rozlišení aktivní bylo v roce 2016 nulové, a proto nebylo pro budoucí roky plánováno.

Na straně pasiv bude rostoucí celková bilanční suma kompenzována zejména nárůstem vlastního kapitálu, který z původní hodnoty 166 000 tisíc Kč v roce 2017 vzroste na hodnotu 238 000 tisíc Kč v roce 2021, v relativním vyjádření vzroste o 43 %. Základní kapitál a fondy ze zisku byly ponechány ve stejné výši, jak tomu bylo v předchozích letech. Kapitálové fondy firma v minulosti nevykazovala, a proto nebyly plánovány ani do budoucího období. Výsledek hospodaření minulých let se bude každoročně navyšovat a z hlediska dividendové politiky se předpokládá, že společnost bude zadržovat 25 % čistého zisku. Výsledek hospodaření běžného účetního období byl převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty.

Cizí zdroje vzrostou v plánovaném období pouze o 9 %, a to z původní hodnoty 132 000 tisíc Kč na hodnotu 143 000 tisíc Kč. Mírný růst cizích zdrojů bude zapříčiněn především rostoucími krátkodobými závazky, které budou zaujímat na provozních tržbách 14 %. S rostoucím časem bude naopak docházet k postupnému snižování cizího úročeného kapitálu, jelikož společnost bude muset pravidelně platit splátky z půjčeno kapitálu. Předpokládá se, že v příštích letech budou veškeré potřeby podniku, a to jak v oblasti investic do dlouhodobého majetku, tak do pracovního kapitálu samofinancovány, a proto nebude společnost čerpat další bankovní úvěry. Podíl dlouhodobých bankovních úvěrů na provozních tržbách klesne z původní průměrné hodnoty 14 % na průměrnou hodnotu 6 %. Položka dlouhodobých bankovních úvěrů bude mezi lety 2017 a 2021 meziročně klesat o 5 %. U krátkodobých bankovních úvěrů bude zaznamenán také jejich pokles a místo původně průměrných 7 % budou činit v průměru 4 % z provozních tržeb. Meziroční pokles krátkodobých bankovních úvěrů bude v plánovaném období ve výši 4 %. Společnost v minulosti netvořila rezervy a neměla dlouhodobé závazky, a proto tyto položky nebyly

plánovány ani do dalších let. Časové rozlišení pasivní bylo do budoucna plánováno na úrovni roku 2016.

4.5.3 Finanční analýza finančního plánu

Za účelem ověření předpokladu o budoucích perspektivách společnosti AGADOS je vhodné podrobit sestavený finanční plán podniku stručné finanční analýze. Pro zhodnocení budoucí finanční situace společnosti jsou vybrány některé ze základních poměrových ukazatelů rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti. Konstrukce jednotlivých ukazatelů je stejná jako u finanční analýzy společnosti provedené za minulé roky (viz podkapitola 4.4). Vypočtené vybrané charakteristiky finančního zdraví podniku jsou shrnuty v tabulce 43.

Tabulka 43 Finanční analýza finančního plánu společnosti AGADOS v letech 2017–2021

Ukazatel	2017	2018	2019	2020	2021
RENTABILITA					
ROA	20,2 %	20,9 %	21,2 %	21,2 %	21,3 %
ROE	28,9 %	29,0 %	28,6 %	27,9 %	27,4 %
ROS	9,8 %	9,9 %	9,9 %	9,9 %	9,9 %
LIKVIDITA					
Běžná likvidita	1,77	1,75	1,76	1,78	1,81
Pohotovlá likvidita	1,21	1,16	1,16	1,17	1,18
Okamžitá likvidita	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
AKTIVITA					
Obrat aktiv	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7
Obrat zásob	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
DO zásob (dny)	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0
DO pohledávek (dny)	68,2	62,7	60,8	60,2	59,6
DO závazků (dny)	49,0	49,0	49,0	49,0	49,0
ZADLUŽENOST					
Celková zadluženost	44,0 %	42,3 %	40,6 %	39,0 %	37,5 %
Úrokové krytí	51,4	59,4	67,1	74,8	83,6
Doba splácení dluhů (roky)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Zdroj: Vlastní zpracování

Příznivý vývoj společnosti je očekáván v oblasti ukazatelů rentability, které signalizují, že podnik bude trvale ziskový. Produkční síla společnosti se bude každoročně zvyšovat, jak nasvědčují hodnoty rentability celkového kapitálu, které se budou průměrně pohybovat okolo 21 %. Ziskovost vlastního kapitálu se ve srovnání s minulostí průměrně navýší o 7 procentních bodů, bude tedy průměrně dosahovat 28 %. Ke konci prognózovaných let

bude docházet k mírnému snižování hodnoty ROE, což bude způsobeno rychlejším růstem vlastního kapitálu, než bude růst čistého zisku. Rentabilita vlastního kapitálu bude však dosahovat stále velmi příznivých hodnot. Ziskovost tržeb se mírně navýší a bude se držet na relativně stabilní úrovni.

Společnost bude stále schopna hradit své závazky, jak je patrné z ukazatelů likvidit. Běžná a pohotová likvidita bude dosahovat uspokojivých hodnot, které odpovídají doporučeným hodnotám. Okamžitá likvidita byla v minulosti nízká, ale v příštích letech dojde k jejímu zvýšení. V prognóze bylo totiž počítáno s tím, že podnik bude udržovat krátkodobý finanční majetek ve výši 20 % z krátkodobých cizích zdrojů. Ukazatel okamžité likvidity se tak bude pohybovat na úrovni doporučených hodnot.

V rámci využití majetku měřeného obratem celkových aktiv naváže podnik na příznivý vývoj v minulých letech a rychlost obratu aktiv bude dosahovat průměrné hodnoty 1,7. Společnost bude stále efektivně hospodařit i se zásobami, které se v podniku průměrně otočí 9,5krát. Doba obratu zásob bude shodná s úrovní z let 2015 a 2016 a stabilizuje se na 38 dnech. Tato doba vázanosti zásob v podniku je považována za přijatelnou, neboť zásoby představují v rámci bilance významnou položku. Podle plánu bude docházet k postupnému snižování doby obratu pohledávek, bude tak zřejmě docházet ke zlepšení platební morálky odběratelů. Doba inkasa pohledávek bude průměrně činit 62 dní a bude se více přibližovat průměrné odvětvové hodnotě v minulých letech (tj. 61 dní), což lze hodnotit velmi pozitivně. Doba obratu závazků se stabilizuje na 49 dnech a bude stále nižší než doba obratu pohledávek, což nasvědčuje, že společnost bude stále úvěrovat své obchodní okolí.

Celková zadluženost podniku se podle prognózy bude neustále snižovat a ukazatel úrokového krytí se bude postupně navyšovat, neboť bude docházet k poklesu cizího úročeného kapitálu. Doba splácení dluhu se sníží a společnost bude za dobu jednoho roku schopna vlastními silami splatit z provozního cash flow své veškeré dluhy.

4.5.4 Závěr finančního plánu

Finanční plán společnosti AGADOS nasvědčuje, že společnost bude v období let 2017 až 2021 tvořit kladný výsledek hospodaření, který bude každoročně narůstat. Stručná finanční analýza sestaveného finančního plánu následně ověřila budoucí finanční situaci podniku, která se celkově zlepší a naváže na příznivý vývoj, který byl zaznamenán především mezi lety 2014 a 2016. Společnost bude v dalších letech dosahovat dobrých finančních výsledků, bude stále výkonná a finančně stabilní. Tyto aspekty tak směřují k tomu, že pokud nedojde v budoucím vývoji k výrazným odchylkám od prognózy, není nekonečné trvání podniku

ohroženo. Finanční plán a jeho finanční analýza potvrzují závěry strategické a finanční analýzy o splnění going concern principu. Na základě potvrzení trvalého pokračování podniku je možné využít výnosové metody pro stanovení hodnoty společnosti AGADOS.

4.6 Stanovení hodnoty podniku

Po provedené strategické a finanční analýze doplněné o finanční plán a jeho zkrácenou finanční analýzu lze přejít k vlastnímu ocenění společnosti AGADOS. Výsledky analýz ukázaly, že perspektivy podniku do budoucna jsou nemalé, neboť potenciál firmy je poměrně velký, je schopna konkurence a disponuje rozvinutou vývojovou a výrobní základnou. Navíc v minulosti dosahovala velmi příznivých finančních výsledků a podle prognózy by měla v tomto pozitivním vývoji pokračovat i v dalších letech. Z hlediska těchto aspektů je proto na místě přijmout předpoklad going concern, jehož splnění umožňuje stanovit hodnotu společnosti pomocí výnosových metod ocenění.

Ocenění společnosti je tedy provedeno na základě analýzy výnosů, a to konkrétně prostřednictvím metody diskontovaných peněžních toků (DCF) ve variantě entity. Metoda DCF entity je vybrána především z následujících důvodů:

- Jedná se o základní způsob stanovení hodnoty podniku metodami DCF.
- Podnik je oceňován jako celek.
- Měřítkem hodnoty je peněžní tok.
- Volné peněžní toky představují užitek pro vlastníky a věřitele a lze je odebrat z firmy.
- Podnik je schopen pokračovat v činnosti v budoucnosti.
- Je dostatečně přesně odhadnut budoucí vývoj hospodaření podniku.
- Podnik je výhodnější dále provozovat, než ho zlikvidovat.

Pro kontrolní propočty je provedeno ocenění dalšími výnosovými metodami, kterými jsou metoda DCF ve variantě equity a metoda ekonomické přidané hodnoty. Jako doplňková metoda pro stanovení hodnoty společnosti je zvolena metoda tržního porovnání, a to přesněji metoda srovnatelných podniků. Doplňkovou informaci poskytne také majetková metoda v podobě metody účetní hodnoty.

Pro stanovení hodnoty podniku poslouží zpracovaný finanční plán. Konstrukce veškerých vzorců použitých pro ocenění jsou uvedeny v teoretické části této práce v kapitole 3.

4.6.1 Ocenění metodou DCF entity

Jako základní metoda pro stanovení hodnoty společnosti AGDOS je využita metoda DCF entity, která pracuje s volnými peněžními toky pro vlastníky i věřitele, označovanými také jako volné peněžní toky do firmy (FCFF). V prvním kroku je zapotřební tyto volné peněžní toky do firmy stanovit, k čemuž jsou využity informace z finančního plánu společnosti.

Při výpočtu volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele v letech 2017 až 2021 je vycházeno z hodnoty EBIT po zdanění, kdy je ve všech letech počítáno s daňovou sazbou ve výši 19 %. Zdaněný EBIT je následně navýšen o hodnotu odpisů a snížen o změnu čistého pracovního kapitálu a o investice do dlouhodobého majetku. Vypočtené budoucí volné peněžní toky do firmy jsou uvedeny v tabulce 44. Je patrné, že ve všech letech dosahuje FCFF kladné a rostoucí hodnoty, což je způsobeno pozitivním EBITem a také investicemi, které byly v plánu uvažovány nad hodnotou odpisů.

Tabulka 44 Výpočet volných peněžních toků do firmy v letech 2017–2021 (tis. Kč)

Položka (tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT · (1-t)	48 947	54 004	58 199	61 832	65 974
+ Odpisy	19 568	21 543	23 156	24 663	26 320
- Δ WC	10 857	675	3 686	5 033	5 572
- Investice do DLM	26 861	34 972	34 123	34 913	37 583
FCFF	30 796	39 901	43 545	46 549	49 139

Zdroj: Vlastní zpracování

Dalším krokem je **stanovení diskontní míry**, která bude použita pro výpočet současné hodnoty budoucích volných peněžních toků do firmy, které byly vyčísleny již výše. V tomto případě je diskontní míra stanovována na bázi vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC), neboť je pracováno s volným peněžním tokem pro vlastníky i věřitele.

Vzhledem k tomu, že během prognózovaného období finančního plánu (tj. 2017–2021) dochází v jednotlivých letech ke změnám v kapitálové struktuře, jsou vážené průměrné náklady kapitálu vypočítány pro každý rok zvlášť. Hodnoty cizího úročeného kapitálu (D) a vlastního kapitálu (E) jsou pro období 2017–2021 převzaty z finančního plánu. Daň z příjmů (t) je v prognózovaných letech uvažována v konstantní výši 19 %. Při výpočtu WACC je dále potřeba stanovit náklady na vlastní kapitál a na cizí kapitál.

Náklady na vlastní kapitál (r_e) jsou vypočítány pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM), v rámci kterého jsou určovány tři parametry, a to bezriziková výnosová míra,

koeficient beta a tržní riziková prémie. Za bezrizikovou úrokovou míru (r_f) je považována míra výnosnosti českého 15,5letého státního dluhopisu emitovaného 10. 11. 2017 (ISIN CZ0001003859) s výnosem do doby splatnosti ve výši 2,50 %, uvedeného na webových stránkách Ministerstva financí České republiky. Hodnota beta koeficientu a rizikové prémie trhu je převzata z internetových stránek profesora Damodarana. Beta koeficient²⁵ je stanoven metodou analogie, kdy je využita beta za odvětví Auto Parts v regionu Evropa pro rok 2017 ve výši 1,23, přičemž se jedná o beta koeficient při nulovém zadlužení podniku. Vzhledem k tomu, že společnost má ve své plánované rozvaze cizí zdroje, je nutné nezadluženou betu tomuto faktu přizpůsobit. Výsledná zadlužená beta je tak o něco vyšší, než byla původní hodnota, neboť je v ní promítnut vliv kapitálové struktury podniku. Pokud vezmeme v úvahu především faktory obchodního rizika, které vyplynuly z provedené strategické analýzy, neboť finanční analýza na výrazná finanční rizika nepoukázala, lze považovat výši koeficientů zadlužené beta v letech 2017 až 2021 za přijatelné a vhodně vystihující míru rizika oceňované společnosti. Tržní riziková prémie²⁶ ($r_m - r_f$) je pro Českou republiku stanovena ve výši 6,69 %. Veškeré zmíněné parametry včetně konečné hodnoty nákladů na vlastní kapitál jsou shrnuty v tabulce 45. Náklady vlastního kapitálu budou dosahovat v letech 2017–2021 průměrné hodnoty 12,6 %.

Tabulka 45 Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM v letech 2017–2021

Položka	2017	2018	2019	2020	2021
r_f	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %
β nezadlužená	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23
D/E	39,1 %	33,8 %	29,4 %	25,8 %	22,6 %
t	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %
β zadlužená	1,62	1,57	1,52	1,49	1,45
$r_m - r_f$	6,69 %	6,69 %	6,69 %	6,69 %	6,69 %
r_e	13,3 %	13,0 %	12,7 %	12,4 %	12,2 %

Zdroj: Vlastní zpracování; MFČR, 2017a, [online]; Damodaran, 2017, [online]; (k 15. 11. 2017)

Výsledné náklady na vlastní kapitál nebylo třeba navyšovat o další přírážky. Společnost AGADOS je největším výrobcem přívěsných vozíků v České republice, a proto zde není uvažována přírážka za malou společnost. Není zahrnuta ani přírážka za nižší likviditu, neboť

²⁵ Beta nezadlužená - Damodaran [online] - sekce Current Data - Levered and Unlevered Betas by Industry - Europe - Auto Parts

²⁶ Tržní riziková prémie - Damodaran [online] - sekce Current Data - Risk Premiums for Other Markets - Czech Republic

ukazatele likvidity ve finanční analýze i finančním plánu ukázaly, že se společnost pohybuje v doporučených hodnotách.

Náklady na cizí kapitál (r_d) jsou odhadovány na základě podílu nákladových úroků a dlouhodobých bankovních úvěrů. Výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu společnosti AGADOS shrnuje tabulka 46. Je patrné, že náklady na vlastní kapitál jsou podstatně vyšší než náklady na cizí kapitál. WACC se budou v období let 2017 až 2021 pohybovat průměrně okolo 10,4 %.

Tabulka 46 Výpočet WACC v letech 2017–2021

Položka	2017	2018	2019	2020	2021
r_e	13,3 %	13,0 %	12,7 %	12,4 %	12,2 %
E/C	71,9 %	74,7 %	77,3 %	79,5 %	81,6 %
r_d	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
D/C	28,1 %	25,3 %	22,7 %	20,5 %	18,4 %
t	19 %	19 %	19 %	19 %	19 %
WACC	10,3 %	10,3 %	10,4 %	10,4 %	10,4 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro stanovení hodnoty společnosti AGADOS je zvolena **dvoufázová metoda DCF entity**. V první fázi (tj. v letech 2017 až 2021) je vycházeno z budoucích volných peněžních toků do firmy, které byly již vyčísleny v tabulce 44 (str. 133), a které jsou diskontovány prostřednictvím výše vypočtených hodnot WACC. Jelikož je společnost oceňovaná k datu 18. 11. 2017, je nezbytné FCFF i diskontní faktor v roce 2017 upravit poměrem k danému datu ocenění. Současná hodnota první fáze (tabulka 47) je získána součtem diskontovaných peněžních toků do firmy v jednotlivých letech 2017–2021 a činí 141 732 tisíc Kč.

Tabulka 47 Výpočet hodnoty první fáze metodou DCF entity (tis. Kč)

1. fáze (tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021
FCFF	3 712	39 901	43 545	46 549	49 139
Diskontní faktor	1,01	1,12	1,23	1,36	1,50
Diskontované FCFF	3 669	35 748	35 354	34 235	32 727
Současná hodnota 1. fáze	141 732				

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota druhé fáze neboli pokračující hodnota (tj. od roku 2022 dále) je stanovena na základě Gordonova vzorce, v rámci kterého je nezbytné stanovit výši diskontní míry a tempa

růstu volných peněžních toků (g) pro druhé období. Východiskem pro výši tempa růstu g je prognóza dlouhodobého růstu tržeb, která byla učiněna v rámci strategické analýzy (podkapitola 4.3.3). Předpokládá se, že v druhé fázi bude tempo růstu tržeb podniku AGADOS na úrovni dlouhodobého růstu trhu s přívěsy, který byl odhadnut ve výši 3,7 % ročně. Diskontní míra pro druhé období je uvažována na úrovni WACC ve výši 10,4 %, tedy je shodná s úrovní posledního roku první fáze. Současná hodnota druhé fáze je vyčíslena v tabulce 48 a činí 504 416 tisíc Kč.

Tabulka 48 Výpočet hodnoty druhé fáze metodou DCF entity (tis. Kč)

2. fáze (tis. Kč)	2022 a dál
FCFF v prvním roce 2. fáze	50 957
Diskontní míra pro 2. fázi	10,4 %
Tempo růstu g pro 2. fázi	3,7 %
Pokračující hodnota	757 379
Současná hodnota 2. fáze	504 416

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 49 Výsledná hodnota podniku metodou DCF entity k datu ocenění (tis. Kč)

Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 18. 11. 2017	Tis. Kč
Hodnota 1. fáze	141 732
Hodnota 2. fáze	504 416
Hodnota podniku brutto („provozní“)	646 148
Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)	68 091
Hodnota podniku netto („provozní“)	578 057
Hodnota provozně nepotřebného majetku (ke dni ocenění)	0
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku	578 057

Zdroj: Vlastní zpracování

Součtem současné hodnoty první a druhé fáze získáme provozní hodnotu podniku brutto, která činí 646 148 tisíc Kč, jak je patrné z výše uvedené tabulky 49. Odečtením hodnoty úročených cizích zdrojů ke dni ocenění dostaneme provozní hodnotu podniku netto, která dosahuje částky 578 057 tisíc Kč. Výslednou hodnotu vlastního kapitálu společnosti AGADOS získáme přičtením provozně nepotřebného majetku ke dni ocenění. Vzhledem k tomu, že společnost nedisponuje neprovozními aktivy, neboť veškeré majetkové části podniku jsou chápány na provozně potřebné, je vypočtená provozní hodnota netto rovna hodnotě vlastního kapitálu společnosti.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu (tržní hodnota) společnosti AGADOS, spol. s r.o. stanovená dvoufázovou metodou DCF entity k datu 18. 11. 2017 činí 578 057 tisíc Kč.

4.6.2 Ocenění metodou DCF equity

Výnosová metoda DCF equity je vybrána pro stanovení hodnoty společnosti AGADOS za účelem kontrolního propočtu k výnosovému ocenění podniku metodou DCF entity, nikoliv jako alternativní metoda. Důvodem výběru metody DCF ve variantě equity je skutečnost, že přímo vyčísluje hodnotu vlastního kapitálu podniku, a to na základě volných peněžních toků pro vlastníky (FCFE).

Při výpočtu volných peněžních toků pro vlastníky v letech 2017–2021 je vycházeno z peněžního toku pro vlastníky a věřitele (FCFF), jehož postup propočtu byl již zmíněn v rámci metody DCF entity. Od FCFF je následně odečtena hodnota splátek úročeného cizího kapitálu, čímž je získána hodnota FCFE. Postup výpočtu volných peněžních toků pro vlastníky je shrnut v tabulce 50. Vzhledem ke kladným hospodářským výsledkům podniku v jednotlivých letech jsou i jednotlivé peněžní toky pro vlastníky kladné a stále rostoucí.

Tabulka 50 Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky v letech 2017–2021 (tis. Kč)

Položka (tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT · (1-t)	48 947	54 004	58 199	61 832	65 974
+ Odpisy	19 568	21 543	23 156	24 663	26 320
– Δ WC	10 857	675	3 686	5 033	5 572
– Investice do DLM	26 861	34 972	34 123	34 913	37 583
FCFF	30 796	39 901	43 545	46 549	49 139
– Splátka úvěrů	-3 143	-2 996	-2 856	-2 723	-2 596
FCFE	33 939	42 897	46 402	49 273	51 735

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro vlastní výpočet hodnoty společnosti AGADOS je využita **dvoufázová metoda DCF equity**. V první fázi jsou vypočtené budoucí volné peněžní toky pro vlastníky převáděny na současnou hodnotu prostřednictvím diskontní míry, která je stanovena na úrovni nákladů na vlastní kapitál (r_e) při dané míře zadlužení podniku. Náklady na vlastní kapitál byly stanoveny pomocí modelu CAPM v rámci metody DCF entity (podkapitola 4.6.1) a pohybují se kolem průměrné hodnoty 12,6 %. Společnost je oceňovaná k datu 18. 11. 2017, a proto je nezbytné FCFE i diskontní faktor v roce 2017 upravit poměrem k danému datu ocenění.

Současná hodnota první fáze je dána součtem diskontovaných peněžních toků pro vlastníky v letech 2017–2021 a činí 142 945 tisíc Kč, jak je patrné z tabulky 51.

Tabulka 51 Výpočet hodnoty první fáze metodou DCF equity (tis. Kč)

1. fáze (tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021
FCFE	4 091	42 897	46 402	49 273	51 735
Diskont	1,02	1,15	1,29	1,45	1,63
Diskontované FCFE	4 030	37 399	35 899	33 901	31 716
Současná hodnota 1. fáze	142 945				

Zdroj: Vlastní zpracování

Druhá fáze neboli pokračující hodnota je vyčíslena na základě Gordonova vzorce. Tempo růstu FCFE je uvažováno opět ve výši 3,7 % a diskontní míra je zvolena na úrovni nákladů na vlastní kapitál ve výši 12,2 %, tedy je shodná s úrovní posledního roku první fáze. Současná hodnota druhé fáze je vyčíslena v tabulce 52 a činí 385 422 tisíc Kč.

Tabulka 52 Výpočet hodnoty druhé fáze metodou DCF equity (tis. Kč)

2. fáze (tis. Kč)	2022 a dál
FCFE v prvním roce 2. fáze	53 649
Diskontní míra pro 2. fázi	12,2 %
Tempo růstu g pro 2. fázi	3,7 %
Pokračující hodnota	628 710
Současná hodnota 2. fáze	385 422

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 53 Výsledná hodnota podniku metodou DCF equity k datu ocenění (tis. Kč)

Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 18. 11. 2017	Tís. Kč
Hodnota 1. fáze	142 945
Hodnota 2. fáze	385 422
Hodnota podniku netto („provozní“)	528 368
Hodnota provozně nepotřebného majetku (ke dni ocenění)	0
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku	528 368

Zdroj: Vlastní zpracování

Součtem současné hodnoty první a druhé fáze získáme provozní hodnotu podniku netto, která činí 528 368 tisíc Kč, jak je patrné z výše uvedené tabulky 53. Vzhledem k tomu, že

hodnota provozně nepotřebného majetku je k datu ocenění nulová, je hodnota podniku netto shodná s výslednou hodnotou vlastního kapitálu společnosti. Pokud k netto hodnotě podniku přičteme hodnotu cizího úročeného kapitálu ve výši 68 091 tisíc Kč, dostaneme provozní hodnotu podniku brutto ve výši 596 459 tisíc Kč.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu (tržní hodnota) společnosti AGADOS, spol. s r.o. stanovená dvoufázovou metodou DCF equity k datu 18. 11. 2017 činí 528 368 tisíc Kč.

4.6.3 Ocenění metodou EVA

Pro kontrolní propočet k výnosovému ocenění společnosti AGADOS metodou DCF entity je dále vybrána metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA), a to konkrétně ve variantě entity. Důvodem výběru metody EVA je skutečnost, že pracuje s výsledky hospodaření podniku a přitom by měla poskytovat shodný výsledek jako ocenění prostřednictvím peněžních toků.

Před vlastním výpočtem hodnoty podniku je nezbytné stanovit hodnotu ukazatele EVA v jednotlivých letech plánu, tj. v letech 2017 až 2021. Při propočtu EVA je vycházeno z EBITu po zdanění, který je následně snížen o náklady investovaného kapitálu. Náklady investovaného kapitálu jsou dány součinem provozně nutného investovaného kapitálu (C) a vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC). Při stanovování výše provozně nutného investovaného kapitálu, který je z pohledu aktiv označován jako čistá operační aktiva (NOA), je vycházeno z předpokladu, že podnik disponuje pouze provozně potřebnými aktivy. Hodnota parametru C je vyjádřena na základě součtu vlastního kapitálu a cizího zpoplatněného kapitálu. WACC jsou převzaty z metody DCF entity (podkapitola 4.6.1). Hodnoty veškerých parametrů a ukazatele EVA jsou vyčísleny v tabulce 54. Z hodnot EVA je patrné, že podnik bude ve všech plánovaných letech tvořit kladnou ekonomickou přidanou hodnotu, která bude stále narůstat.

Tabulka 54 Výpočet EVA v letech 2017–2021 (tis. Kč)

Položka (tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT · (1–t)	48 947	54 004	58 199	61 832	65 974
C	231 127	245 230	259 884	275 167	292 002
WACC	10,3 %	10,3 %	10,4 %	10,4 %	10,4 %
EVA	25 236	28 724	31 293	33 236	35 524

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota společnosti AGADOS je stanovována prostřednictvím **dvoufázové metody EVA entity**. V první fázi jsou budoucí hodnoty EVA převáděny na současnou hodnotu diskontní mírou na úrovni WACC, které se pohybují průměrně kolem 10,4 %. Jelikož je podnik oceňován k datu 18. 11. 2017, je nezbytné hodnotu EVA i diskontní faktor v roce 2017 upravit poměrem k danému datu ocenění. Součtem diskontovaných hodnot budoucích EVA je získána současná hodnota první fáze, která činí 102 250 tisíc Kč (tabulka 55). Při výpočtu pokračující hodnoty, tj. druhé fáze je v rámci Gordonova vzorce počítáno s tempem růstu ve výši 3,7 % a s diskontní mírou na úrovni WACC ve výši 10,4 %, tedy je vycházeno ze stejných předpokladů jako v rámci metody DCF entity. Současná hodnota druhé činí 364 653 tisíc Kč (tabulka 56).

Tabulka 55 Výpočet hodnoty první fáze metodou EVA entity (tis. Kč)

1. fáze (tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021
EVA	3 042	28 724	31 293	33 236	35 524
Diskontní faktor	1,01	1,12	1,23	1,36	1,50
Diskontovaná EVA	3 007	25 735	25 406	24 443	23 659
Současná hodnota 1. fáze	102 250				

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 56 Výpočet hodnoty druhé fáze metodou EVA entity (tis. Kč)

2. fáze (tis. Kč)	2022 a dál
EVA v prvním roce 2. fáze	36 838
Diskontní míra pro 2. fázi	10,4 %
Tempo růstu g pro 2. fázi	3,7 %
Pokračující hodnota	547 526
Současná hodnota 2. fáze	364 653

Zdroj: Vlastní zpracování

Provozní hodnota podniku brutto (tabulka 57) ve výši 679 879 tisíc Kč je získána součtem současné hodnoty první a druhé fáze navýšené o hodnotu investovaného kapitálu k datu ocenění. Při odečtení hodnoty úročených cizích zdrojů od provozní hodnoty podniku brutto je získána provozní hodnota podniku netto ve výši 611 788 tisíc Kč. Provozní hodnota netto je shodná s výslednou hodnotou vlastního kapitálu podniku, neboť společnost má ke dni ocenění pouze provozně nutný majetek.

Tabulka 57 Výsledná hodnota podniku metodou DCF equity k datu ocenění (tis. Kč)

Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 18. 11. 2017	Tis. Kč
Hodnota 1. fáze	102 250
Hodnota 2. fáze	364 653
Mezisoučet (hodnota budoucí EVA)	466 903
Investovaný kapitál ke dni ocenění (C)	212 976
Hodnota podniku brutto („provozní“)	679 879
Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)	68 091
Hodnota podniku netto („provozní“)	611 788
Hodnota provozně nepotřebného majetku (ke dni ocenění)	0
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku	611 788

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná hodnota vlastního kapitálu (tržní hodnota) společnosti AGADOS, spol. s r.o. stanovená dvoufázovou metodou EVA entity k datu 18. 11. 2017 činí 611 788 tisíc Kč.

Ocenění podniku metodou EVA ve variantě entity ukázalo, že ve společnosti je již přibližně 213 000 tisíc Kč vytvořeno z provozní hodnoty brutto a přibližně 467 000 tisíc Kč tvoří přidaná hodnota vytvořená v budoucích letech. Dále bylo zjištěno, že výsledky ocenění metody EVA entity a metody DCF entity nejsou shodné, k čemuž v běžné oceňovatelské praxi často dochází. Sladňování výsledků obou metod je v praxi řešeno prostřednictvím řady úprav účetních dat, které následně do modelů vstupují. Předpoklad shodnosti výsledků metod DCF a EVA tak platí poměrně omezeně.

4.6.4 Ocenění metodou tržního porovnání

Za doplňkovou metodu k výnosovému ocenění společnosti AGADOS metodou DCF entity je zvolena metoda tržního porovnání, a to konkrétně metoda srovnatelných podniků. Důvodem výběru této metody je skutečnost, že hodnota oceňovaného podniku je odhadována na základě znalosti hodnot srovnatelných podniků, které jsou obchodovány na kapitálovém trhu. Dalším důvodem je, že výsledek metody diskontovaných peněžních toků je nezbytné vždy korigovat a verifikovat právě metodami tržního porovnání.

V českých podmínkách jsou informace o srovnatelných podnicích obchodovaných na kapitálovém trhu obtížně sehnatelné, a proto byly využity průměrné hodnoty násobitelů²⁷ za odvětví Auto Parts v regionu Evropa z databáze profesora Damodarana. K ocenění metodou srovnatelných podniků byly vybrány celkem čtyři násobitele, a to tři výnosové

²⁷ Průměrné hodnoty násobitelů podle odvětví - Damodaran [online] - sekce Current Data - Multiples

násobitele v podobě EV/EBIT, EV/Sales a P/E, a jeden majetkový násobitel v podobě P/BV. Průměrné hodnoty těchto násobitelů jsou uvedeny v tabulce 58.

Tabulka 58 Průměrné hodnoty násobitelů pro odvětví Auto Parts za evropský trh

Násobitel – Auto Parts	Hodnota
EV/EBIT	10,26
EV/Sales	0,83
P/E	22,74
P/Book Value	2,49

Zdroj: Vlastní zpracování; Damodaran, 2017, [online]; (k 15. 11. 2017)

Výsledná hodnota podniku je dána součinem daného násobitele a jemu odpovídající vztahové veličiny, kterými jsou v tomto případě EBIT, tržby (Sales), výsledek hospodaření běžného účetního období (EAT) a účetní hodnota vlastního kapitálu (Book Value). V případě násobitelů EV/EBIT a EV/Sales je získána hodnota podniku brutto, neboť se jedná o ocenění na základě tzv. enterprise value. V případě násobitelů P/E a P/BV je výsledkem hodnota podniku netto, neboť jde o ocenění na základě tzv. equity value. V případě varianty enterprise value je nezbytné odečíst hodnotu úročených cizích zdrojů ke dni ocenění (tj. k 18. 11. 2017), čímž se dospěje k netto hodnotě podniku. Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti je totožná s netto hodnotou podniku, neboť společnost nedisponuje provozně nepotřebným majetkem k okamžiku ocenění. Výsledná hodnota společnosti AGADOS pomocí vybraných násobitelů je vyčíslena v tabulce 59.

Tabulka 59 Výsledná hodnota podniku metodou tržního porovnání k datu ocenění (tis. Kč)

Ocenění pomocí ... (tis. Kč)	EBIT	Sales	EAT	Book Value
Hodnota vztahové veličiny - AGADOS	45 809	469 012	35 601	144 885
Hodnota násobitele - Auto Parts	10,26	0,83	22,74	2,49
Hodnota podniku brutto	470 000	389 280	x	x
Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)	68 091	68 091	x	x
Hodnota podniku netto	401 909	321 189	809 567	360 764
Hodnota provozně nepotřebného majetku (ke dni ocenění)	0	0	0	0
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku	401 909	321 189	809 567	360 764

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku spočítané různými násobiteli jsou poměrně odlišné. Hodnota podniku zjištěná pomocí násobitele EV/Sales je nejnižší, hodnota podniku

zjištěná pomocí násobitele P/E je naopak nejvyšší. Výsledná hodnota podniku stanovená metodou tržního porovnání se proto bude pohybovat v intervalu vymezeném výsledky násobitelů EV/Sales a P/E, které budou udávat horní a dolní hranici hodnoty podniku.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu (tržní hodnota) společnosti AGADOS, spol. s r.o. stanovená metodou tržního porovnání k datu 18. 11. 2017 se pohybuje v intervalu od 321 189 tisíc Kč do 809 567 tisíc Kč. Dolní hranice intervalu je vymezena hodnotou stanovenou na základě násobitele EV/Sales a horní hranice je vymezena hodnotou stanovenou na základě násobitele P/E.

Z důvodu nedostatku podrobných informací o srovnatelných podnicích a využití průměrných hodnot násobitelů podle odvětví je však metoda použita pouze pro orientační ocenění podniku, nikoliv jako hlavní metoda pro stanovení hodnoty společnosti AGADOS.

4.6.5 Ocenění metodou účetní hodnoty

Za další doplňkovou metodu k výnosovému ocenění společnosti AGADOS metodou DCF entity je zvolena metoda založená na analýze majetku, a to konkrétně metoda účetní hodnoty. Důvodem výběru této metody je, že se jedná o jednoduchou a rychlou metodu, která vychází pouze z účetních údajů společnosti. Pro stanovení hodnoty společnosti jsou tak použita data z rozvahy platné k 31. 12. 2016. Výsledná hodnota vlastního kapitálu (tabulka 60) je stanovena z rozdílu aktiv netto a cizích zdrojů navýšených o časové rozlišení pasivní.

Tabulka 60 Výsledná hodnota podniku metodou účetní hodnoty k datu ocenění (tis. Kč)

Název položky (tis. Kč)	k 31. 12. 2016
AKTIVA CELKEM	275 101
Dlouhodobý majetek	128 661
Oběžná aktiva	146 440
Časové rozlišení	0
PASIVA CELKEM	275 101
Vlastní kapitál	144 885
Cizí zdroje	129 264
Časové rozlišení	952
Hodnota podniku	144 885

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2016

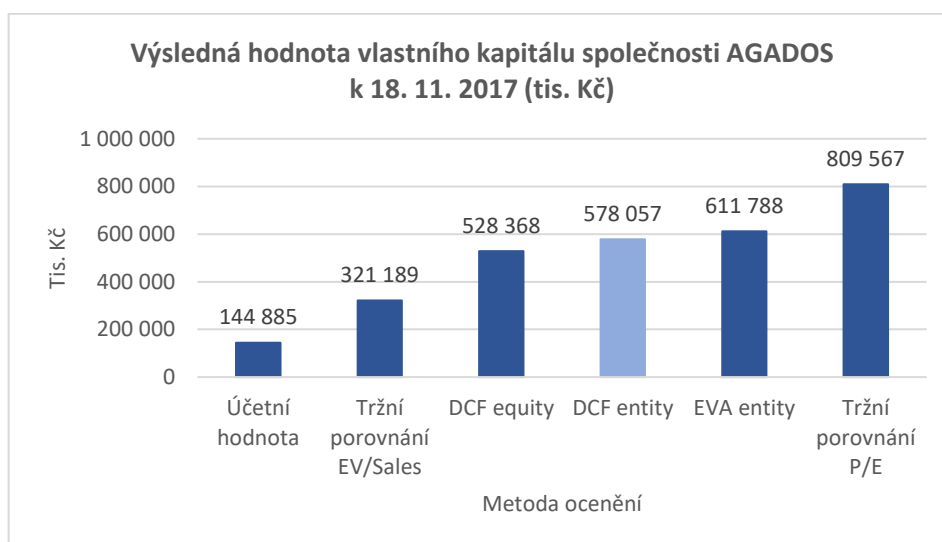
Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti AGADOS, spol. s r.o. stanovená metodou účetní hodnoty k 18. 11. 2017 činí 144 885 tisíc Kč.

Ocenění dle metody účetní hodnoty neslouží ke stanovení konečné hodnoty společnosti, ale je považováno pouze za doplňkovou informaci. Důvodem je, že metoda účetní hodnoty nezahrnuje do celkové hodnoty podniku faktor rizika, který je spojen s odvětvím podniku, hospodářským cyklem a dalšími aspekty mající vliv na výslednou hodnotu podniku. Dalším důvodem je, že tržní a účetní hodnoty některých aktiv se obvykle od sebe značně odlišují.

4.6.6 Souhrnné ocenění

Pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti AGADOS bylo zvoleno celkem pět metod ocenění, a to dvoufázová metoda DCF entity, DCF equity a EVA entity, dále metoda tržního porovnání a metoda účetní hodnoty. Výsledné hodnoty podniku stanovené pomocí vybraných metod ocenění k datu 18. 11. 2017 jsou shrnuty v grafu 23.

Graf 23 Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti AGADOS k datu ocenění (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

Na první pohled je patrné, že výsledky jednotlivých metod ocenění se od sebe poměrně odlišují. Hlavní význam je však přikládán k výsledku výnosové metody DCF entity, která byla zvolena za základní metodu pro stanovení hodnoty společnosti AGADOS. Metoda DCF entity byla vybrána adekvátně k účelu ocenění, neboť se předpokládá, že případný zájemce o koupi podniku by neměl zájem o účetní hodnotu, ale kupoval by spíše výnosový potenciál společnosti.

Výsledek ocenění metodou DCF entity byl následně ověřen prostřednictvím dalších výnosových metod, a to metodami DCF equity a EVA entity. Hodnota podniku stanovená

metodou DCF equity je nižší o skoro 50 000 tisíc Kč, než je hodnota podniku stanovená metodou DCF entity. Výsledky metody DCF entity a DCF equity nejsou totožné, neboť rozvaha podniku zahrnuje kromě vlastního kapitálu i cizí zdroje. Poměr dluhu a vlastního kapitálu je navíc po celé budoucí období předpokládán v nestabilní výši, což nasvědčuje, že metoda DCF entity byla vybrána vhodně.

Při použití metody EVA entity je hodnota podniku o téměř 34 000 tisíc Kč vyšší než hodnota podniku při metodě DCF entity. Rozdíl mezi výsledky obou metod není však příliš výrazný, a proto výsledek metody EVA entity slouží jako kontrolní informace, že metodu DCF entity lze považovat za stěžejní pro stanovení výsledné hodnoty společnosti.

Správnost ocenění společnosti AGADOS výnosovou metodou DCF entity byla ověřena prostřednictvím metody tržního porovnání, přesněji pomocí metody srovnatelných podniků. Podle této metody vychází výsledná hodnota podniku v určitém intervalu hodnot, kdy dolní limit tržního ocenění udává násobitel EV/Sales a horní limit tržního ocenění násobitel P/E. Vzhledem k tomu, že výsledek metody DCF entity se pohybuje právě v tomto vymezeném intervalu, lze vypočtenou hodnotu podniku metodou DCF entity považovat za přijatelnou.

Výsledná hodnota podniku metodou DCF entity byla také porovnána s výslednou hodnotou podniku stanovenou na základě metody účetní hodnoty. V tomto případě bylo zjištěno, že hodnota podniku účetní metodou je o přibližně 433 000 tisíc Kč nižší, než je hodnota podniku stanovená metodou DCF entity. Výsledná hodnota podniku stanovená metodou účetní hodnoty tak představuje dolní mez výsledného ocenění podniku.

Veškeré zmíněné aspekty naznačují, že metoda DCF entity byla vybrána vhodně a dává relevantní výsledek, který lze považovat za výslednou hodnotu vlastního kapitálu společnosti AGADOS.

Tržní hodnota společnosti AGADOS, spol. s r.o.
stanovená dvoufázovou metodou DCF entity k datu 18. 11. 2017 činí
578 057 tisíc Kč.

ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo stanovit tržní hodnotu společnosti AGADOS, spol. s r.o. za účelem případné koupě podniku blíže nespécifikovaným externím kupujícím k datu 18. 11. 2017. Firma AGADOS sídlí ve Velkém Meziříčí a v současné době je předním českým výrobcem přívěsných vozíků, jejichž výrobě se věnuje od roku 1992.

Samotnému stanovení hodnoty podniku předcházelo několik důležitých kroků, které spočívaly v provedení strategické a finanční analýzy a ve zpracování finančního plánu. Hlavním úkolem těchto kroků bylo zjistit, jaké jsou perspektivy oceňované společnosti AGADOS do budoucna a zda je možné přijmout předpoklad trvalého pokračování podniku, tj. předpoklad going concern, a ocenit tak společnost výnosovými metodami.

V rámci strategické analýzy byl analyzován vnější a vnitřní potenciál podniku pomocí analýzy atraktivity trhu a konkurenční síly podniku. Analýza atraktivity trhu ukázala, že trh s přívěsy, na němž oceňovaná společnost AGADOS působí, vyniká především svou velikostí a stabilním růstem, těžko překonatelnými bariérami vstupu do odvětví a rozmanitou strukturou zákazníků. Na druhé straně trh s přívěsy vykazuje značnou citlivost na vývoj hospodářského cyklu a disponuje konkurenční strukturou, která je relativně příznivá. Analýza tak odhalila určité šance a rizika, která jsou s daným trhem svázána. Příležitosti lze spatřovat v možnosti vytlačení malých výrobců a prodejců přívěsných vozíků, dále v možnosti získání pozice výhradního výrobce a prodejce přívěsů všech kategorií (tj. O1, O2, O3 a O4) v České republice a v možnosti zvyšování investic do automatizace a technologií, a tím naplňovat vizi průmyslu 4.0. Podniky se mohou potýkat s určitými hrozbami, které spočívají především v méně kvalitních a levnějších přívěsů ze zahraničí nebo naopak v kvalitnějších přívěsech ze zahraničí, dále v růstu cen materiálových a energetických vstupů a ve snižování cen ze strany konkurence na českém trhu. Analýza konkurenční síly podniku poukázala na to, že společnost oproti konkurenci vyniká svou rozvinutou vývojovou a výrobní základnou, trvale kvalitními a technicky propracovanými produkty, dále širokou nabídkou přívěsných vozíků, kvalitním a zkušeným managementem a také intenzivní marketingovou komunikací. Společnost je díky těmto svým silným stránkám schopna čelit intenzivní konkurenci na trhu s přívěsy. Na druhé straně analýza odhalila i slabé stránky podniku, které spočívají v nutnosti vysokých investic jak do výroby a moderních technologií, tak do kvalifikací zaměstnanců v zájmu udržení vysoké kvality a konkurenceschopnosti podniku. Výsledky analýzy atraktivity trhu a konkurenční síly

podniku ukázaly, že společnost AGADOS představuje podnik s dobrou perspektivou a je schopna trvalého pokračování ve své činnosti.

Analýza vnějšího a vnitřního potenciálu podniku dále zahrnovala prognózu vývoje trhu s přívěsy a vývoje tržního podílu společnosti AGADOS pro horizont let 2017 až 2021. Výsledkem je predikce dynamického růstu trhu s přívěsy s průměrným meziročním tempem růstu ve výši 6,9 % a zároveň mírné navyšování tržního podílu podniku s průměrným meziročním tempem růstu 0,8 %. Prokázala se silná závislost trhu s přívěsy na vývoji HDP, od čehož se odvíjela i prognóza tržeb společnosti. Průměrné budoucí tempo růstu tržeb podniku bylo predikováno jako rostoucí, a to ve výši 8 % ročně. Od roku 2022 se předpokládá, že se tempo růstu tržeb firmy bude pohybovat na úrovni dlouhodobého růstu trhu s přívěsy, který byl odhadnut na 3,7 % ročně.

V rámci finanční analýzy bylo zhodnoceno finanční zdraví společnosti AGADOS v letech 2012 až 2016. V celém období, které bylo analyzováno prostřednictvím nástrojů finanční analýzy, byla společnost trvale ziskovou firmou působící v odvětví výroby karoserií, přívěsů a návěsů (CZ-NACE 29.2). Důležitým milníkem v činnosti firmy byl rok 2014, kdy byly realizovány významné dodávky pro české i zahraniční odběratele, které extrémně zvýšily výsledek hospodaření za dané účetní období. Trvalá ziskovost podniku byla ve sledovaných letech signalizována i ukazateli rentability, přičemž v roce 2014 se hodnoty ukazatelů až zčtyřnásobily a začaly převyšovat průměrnou hodnotu v odvětví. Společnost byla v minulosti schopna hradit své závazky včas a v plné výši, jak vyplynulo z uspokojivých výsledků ukazatelů běžné a pohotové likvidity. Hodnoty ukazatelů se v posledních dvou analyzovaných letech pohybovaly v doporučených hodnotách a nad průměrem odvětví. V oblasti okamžité likvidity byly hodnoty nízké a nedosahovaly ani spodní hranice doporučených hodnot, neboť firma nezadržovala velké množství krátkodobého finančního majetku. Všechny ukazatele aktivity vykazovaly rychlejší obrat (kratší dobu obratu) ve srovnání s daným odvětvím, což signalizovalo, že podnik efektivně využíval svůj majetek. Výjimku představovala doba obratu pohledávek, která byla průměrně vyšší než odvětvový průměr, a navíc byla delší než doba obratu závazků, což poukázalo na to, že firma prováděla liberální financování svého obchodního okolí. Vyšší celkovou zadluženost společnost každoročně snižovala a v posledním sledovaném roce se dostala pod průměrnou hodnotu odvětví. Čistý pracovní kapitál dosahoval kladných a stále rostoucích hodnot, přičemž jeho skutečná potřeba byla menší. Ukázalo se, že podnik disponuje především velkým množstvím krátkodobých pohledávek, jejichž neefektivní řízení bylo označeno za slabé místo analyzované společnosti. Dílčí výsledky finanční analýzy ukázaly,

že společnost AGADOS se nachází v dobré finanční kondici především díky své finanční stabilitě a výkonnosti, a to i ve srovnání s odvětvím. Souhrnné ukazatele finančního zdraví označily firmu za finančně zdravou, v blízké době neohroženou bankrotem a schopnou tvořit hodnotu, obzvláště v posledních třech analyzovaných letech 2014–2016. Provedená finanční analýza ukázala, že společnost má dobrý potenciál pro budoucí růst a je schopna svého trvalého pokračování, čímž byl potvrzen předpoklad o budoucích perspektivách podniku, který byl učiněn na závěr strategické analýzy.

Finanční plán společnosti AGADOS byl sestaven na období let 2017 až 2021 a skládal se z plánovaného výkazu zisku a ztráty a z plánované rozvahy. Pro plánování finančních výkazů byla využita metoda procenta tržeb a výsledky strategické a finanční analýzy. Sestavený finanční plán byl následně podroben stručné finanční analýze, která potvrdila finanční zdraví oceňovaného podniku pro budoucí období. Analýza ukázala, že společnost naváže na příznivý vývoj v minulosti, bude stále výkonná a finančně stabilní. Finanční plán a jeho zkrácená finanční analýza potvrdily závěry strategické a finanční analýzy o splnění předpokladu going concern a bylo možné ocenit podnik výnosovými metodami.

Za základní metodu pro stanovení hodnoty společnosti AGADOS byla zvolena výnosová metoda DCF ve variantě entity, v rámci které byla využita tzv. dvoufázová metoda. Metoda DCF entity byla vybrána především z důvodu, že podnik byl oceňován jako celek a měřítkem hodnoty byly volné peněžní toky představující užitek pro vlastníky i věřitele. Na základě dvoufázové metody DCF entity byla hodnota vlastního kapitálu (tržní hodnota) společnosti AGADOS, spol. s r.o. stanovena k datu 18. 11. 2017 ve výši 578 057 tisíc Kč.

Pro kontrolní propočtení bylo provedeno ocenění dalšími výnosovými metodami, kterými byly dvoufázové metody DCF equity a EVA entity. Výsledky obou metod poukázaly na to, že metoda DCF entity byla vybrána vhodně a dává relevantní výsledek.

Za doplňkovou metodu k výnosovému ocenění společnosti AGADOS metodou DCF entity byla zvolena metoda tržního porovnání a metoda účetní hodnoty. Prostřednictvím metody tržního porovnání byla hodnota vlastního kapitálu (tržní hodnota) společnosti stanovena k datu 18. 11. 2017 v intervalu od 321 189 tisíc Kč do 809 567 tisíc Kč. Metoda potvrdila správnost původního výsledku, tj. cca 578 000 tisíc Kč, jelikož hodnota podniku určená základní metodou DCF entity se nachází právě v tomto vymezeném intervalu. Účetní hodnota vlastního kapitálu k datu 18. 11. 2017 činí 144 885 tisíc Kč, a představuje tak dolní limit výsledného ocenění podniku.

Vzhledem ke stanovení tržní hodnoty společnosti AGADOS lze považovat stanovený cíl této diplomové práce za splněný.

Seznam použité literatury a dalších zdrojů

1. GRASSEOVÁ, Monika, Radek DUBEC a David ŘEHÁK. *Analýza v rukou manažera: 33 nejpoužívanějších metod strategického řízení*. Brno: Computer Press, 2010. ISBN 978-80-251-2621-9.
2. GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-26-2.
3. JANÍČEK, Přemysl a Jiří MAREK. *Expertní inženýrství v systémovém pojetí*. Praha: Grada, 2013. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4127-7.
4. KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2010. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9.
5. KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.
6. KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-713-5.
7. KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-4456-8.
8. KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.
9. MALÝ, Josef. *Obchod nehmotnými statky: patenty, vynálezy, know-how, ochranné známky*. Praha: C.H. Beck, 2002. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-320-5.
10. MALÝ, Josef. *Oceňování průmyslového vlastnictví: nové přístupy*. V Praze: C.H. Beck, 2007. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-464-6.
11. MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009. ISBN 978-80-86929-49-1.
12. MARINIČ, Pavel. *Hodnotový management ve finančním řízení: hodnota versus finance*. Praha: Wolters Kluwer, 2014. ISBN 978-80-7478-405-7.
13. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011a. ISBN 978-80-86929-67-5.
14. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011b. ISBN 978-80-86929-80-4.
15. MAŘÍK, Miloš. *Návrh českého standardu pro oceňování podniku. Odhadce a oceňování majetku*, 2011c, roč. XVII, č. 3-4, ISSN 1213-8223.

16. MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1242-6.
17. MULAČOVÁ, Věra a Petr MULAČ. *Obchodní podnikání ve 21. století*. Praha: Grada, 2013. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4780-4.
18. NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3158-2.
19. PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: Linde, 2012. ISBN 978-80-7201-872-7.
20. POLÁČEK, Bohumil a Jan ATTIL. *Posudek znalce a podnik*. Praha: C.H. Beck, 2006. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-503-8.
21. PRATT, SHANNON P. PRATT a ALINA V. NICULITA. *Valuing a business: the analysis and appraisal of closely held companies*. 5th ed. New York: McGraw-Hill, 2008. ISBN 9780071441803.
22. RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2015. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-5534-2.
23. SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.
24. SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-367-1.
25. SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2012. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4004-1.
26. SLAVÍK, Jakub. *Finanční průvodce nefinančního manažera: jak se rychle zorientovat v podnikových a projektových financích*. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4593-0.
27. SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3494-1.
28. SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ. *Podniková ekonomika*. 6., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2015. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-274-8.
29. SYNEK, Miloslav, Heřman KOPKÁNĚ a Markéta KUBÁLKOVÁ. *Manažerské výpočty a ekonomická analýza*. V Praze: C.H. Beck, 2009. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-154-3.
30. VÁCHAL, Jan a Marek VOCHOZKA. *Podnikové řízení*. Praha: Grada, 2013. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4642-5.

31. VOMÁČKOVÁ, Hana. *Podnik nebo závod obecně a v účetní praxi*. Český finanční a účetní časopis. Vysoká škola ekonomická v Praze, 2014, 9(1), s. 125-131. DOI: <https://doi.org/10.18267/j.cfuc.386>.
32. VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.
33. VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada, 2012. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

Internetové zdroje:

1. ČESKO. Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník In: *Zákony pro lidi.cz* [online]. © AION CS 2010-2017 [cit. 1. 8. 2017]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89>
2. ČESKO. Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník In: *Zákony pro lidi.cz* [online]. © AION CS 2010-2017 [cit. 1. 8. 2017]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1991-513>
3. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD [ČSÚ]. Ceny průmyslových výrobců. *Český statistický úřad* [online]. 2017 [cit. 2017-10-08]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/ipc_cr
4. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD [ČSÚ]. Databáze národních účtů: HDP výrobní metodou (běžné ceny). *Český statistický úřad* [online]. 2017 [cit. 2017-10-21]. Dostupné z: http://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocenkavyber.makroek_prod
5. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD [ČSÚ]. Míra inflace. *Český statistický úřad* [online]. 2017 [cit. 2017-10-21]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace
6. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD [ČSÚ]. Obyvatelstvo - roční časové řady. *Český statistický úřad* [online]. 2017 [cit. 2017-10-21]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/obyvatelstvo_hu
7. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD [ČSÚ]. Průměrná hrubá měsíční mzda. *Český statistický úřad* [online]. 2017 [cit. 2017-10-21]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/pmz_cr
8. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD [ČSÚ]. Veřejná databáze: Obecná míra nezaměstnanosti. *Český statistický úřad* [online]. 2017 [cit. 2017-10-21]. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&pvo=ZAM01-B&skupId=426&katalog=30853&pvo=ZAM01-B&str=v467&u=v413_VUZEMI_97_19

9. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD [ČSÚ]. Veřejná databáze: Průměrná hrubá měsíční mzda (na fyzickou osobu) v průmyslu. *Český statistický úřad* [online]. 2017 [cit. 2017-10-08]. Dostupné z: <https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/index.jsf?page=vystup-objekt-parametry&pvokc=&sp=A&skupId=147&katalog=30835&pvo=PRU06&z=T>
10. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD [ČSÚ]. Veřejná databáze: Zaměstnanost v průmyslu. *Český statistický úřad* [online]. 2017 [cit. 2017-10-08]. Dostupné z: <https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/index.jsf?page=vystup-objekt-parametry&pvo=PRU05&pvokc=&sp=A&skupId=146&katalog=30835&z=T>
11. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD [ČSÚ]. Zahraniční obchod ČR podle CZ-CPA. *Český statistický úřad* [online]. 2017 [cit. 2017-10-10]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/zahranicni-obchod-cr-podle-cz-cpa-ctvrtletni-udaje-4-ctvrtleti-2016>
12. DAMODARAN. Current Data. *Damodaran Online* [online]. [cit. 2017-11-15]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
13. DAŇ DĚDICKÁ, DAROVACÍ A Z PŘEVODU NEMOVITOSTÍ. *Businessinfo* [online]. 2017 [cit. 2017-08-09]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/dan-dedicka-darovaci-prevodu-nemovitosti-7561.html>
14. INDEX CEN PRŮMYSLOVÝCH VÝROBCŮ. *Kurzy.cz* [online]. 2017 [cit. 2017-10-21]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/index-cen-prumyslovych-vyrobcu/>
15. INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS 2017. London, United Kingdom: International Valuation Standards Council, 2017. ISBN 978-0-9931513-0-9. Dostupné z: <http://www.cas.org.cn/docs/2017-01/20170120142445588690.pdf>
16. MERK. Databáze firem. *Merk* [online]. 2017 [cit. 2017-10-17]. Dostupné z: <https://www.merk.cz/>
17. MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY [MFČR]. Emisní kalendář střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů - listopad 2017. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. 2017a [cit. 2017-11-15]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/emise-statnich-dluhopisu/emisni-kalendare-sdd/2017/emisni-kalendar-strednedobych-a-dlouhodo-29823>
18. MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY [MFČR]. Makroekonomická predikce - červenec 2017: Míra nezaměstnanosti. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. 2017 [cit. 2017-10-21]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny->

sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2017/makroekonomicka-predikce-cervenec-2017-29299

19. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČR [MPO]. Interaktivní prohlížeč ekonomických ukazatelů zpracovatelského průmyslu. *Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR: Panorama zpracovatelského průmyslu ČR* [online]. 2016 [cit. 2017-10-08]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html>
20. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČR [MPO]. Interaktivní prohlížeč ekonomických ukazatelů zpracovatelského průmyslu: Finanční analýza. *Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR: Panorama zpracovatelského průmyslu ČR* [online]. 2016 [cit. 2017-11-06]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html>
21. O FIRMĚ. *Agados* [online]. 2017 [cit. 2017-10-04]. Dostupné z: <http://www.agados.cz/o-firme>
22. O FIRMĚ. *Vezeko* [online]. 2017 [cit. 2017-10-17]. Dostupné z: <http://www.vezeko.cz/cs/o-firme>
23. O NÁS. *Maro Kralovice* [online]. 2017 [cit. 2017-10-17]. Dostupné z: <http://www.maro-kralovice.cz/cs/o-nas/>
24. O NÁS. *Sacher* [online]. 2017 [cit. 2017-10-17]. Dostupné z: http://www.sacher.cz/index.php?option=com_content&task=view&id=11&Itemid=1
25. OCENĚNÍ SPOLEHLIVÁ FIRMA. *Živéfirmy.cz* [online]. 2017 [cit. 2017-10-19]. Dostupné z: <https://www.zivefirmy.cz/info-profirmy>
26. OCEŇOVÁNÍ SPOLEČNOSTÍ. *Deloitte* [online]. 2017 [cit. 2017-08-16]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/cz/cs/pages/finance/solutions/cze-ocenovani-spolecnosti-financni-modelovani.html>
27. PÁTEŘ ZPRACOVATELSKÉHO PRŮMYSLU. *Statistika&My: Měsíčník Českého statistického úřadu* [online]. 2017 [cit. 2017-10-07]. Dostupné z: <http://www.statistikaamy.cz/2017/01/pateri-zpracovateleskeho-prumyslu-je-vyroba-motorovych-vozidel/>
28. SDRUŽENÍ AUTOMOBILOVÉHO PRŮMYSLU [AutoSAP]. Výroba a odbyt tuzemských výrobců vozidel. *Sdružení automobilového průmyslu* [online]. 2016 [cit. 2017-10-10]. Dostupné z: <http://www.autosap.cz/zakladni-prehledy-a-udaje/vyroba-a-odbyt-tuzemskych-vyrobcu-vozidel/>
29. SVAZ DOVOZCŮ AUTOMOBILŮ [SDA]. Statistika: Registrace nových vozidel kat. O v ČR. *Svaz dovozců automobilů* [online]. 2017 [cit. 2017-10-13]. Dostupné z: <http://portal.sda-cia.cz/clanek.php?id=78>

30. VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. Sbíрка listin: AGADOS, spol. s r.o. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2017 [cit. 2017-10-04]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=431441>
31. VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. Sbíрка listin: MARO Kralovice spol. s r. o. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2017 [cit. 2017-10-17]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=163384>
32. VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. Sbíрка listin: SACHER-PŘÍVĚSY s.r.o. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2017 [cit. 2017-10-17]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=387053>
33. VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. Sbíрка listin: VEZEKO s.r.o. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2017 [cit. 2017-10-17]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=592929>
34. VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. Úplný výpis z obchodního rejstříku: AGADOS, spol. s r.o. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2017 [cit. 2017-10-04]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=431441&typ=UPLNY>
35. VÝHLED ČESKÉ EKONOMIKY NA ROK 2016. *Deloitte* [online]. 2016 [cit. 2017-10-21]. Dostupné z: https://edu.deloitte.cz/Upload/Brochures/PDF/2016/CZ_Vyhled_ceske_ekonomiky_na_2016.pdf
36. VÝVOJ ČESKÉHO PRŮMYSLU ZA POSLEDNÍCH 10 LET. *Statistika&My: Měsíčník Českého statistického úřadu* [online]. 2016 [cit. 2017-10-07]. Dostupné z: <http://www.statistikaamy.cz/2016/01/vyvoj-ceskeho-prumyslu-za-poslednich-10-let/>

Seznam obrázků, tabulek, grafů a zkratek

Obrázky:

Obrázek 1 Postup při oceňování podniku	16
Obrázek 2 Strategická analýza.....	19
Obrázek 3 Výrobní areál v průmyslové zóně Jidášky firmy AGADOS.....	56
Obrázek 4 Ukázka některých přívěsů firmy AGADOS.....	56
Obrázek 5 Prodejní síť společnosti AGADOS v České republice.....	87
Obrázek 6 Matice k posouzení perspektivnosti společnosti AGADOS	93
Obrázek 7 Bilanční pravidla (tis. Kč)	110
Obrázek 8 Výstup analytického modulu tabulkového procesoru Excel – funkce lineární	163
Obrázek 9 Výstup analytického modulu tabulkového procesoru Excel – funkce exponenciální	164
Obrázek 10 Výstup analytického modulu tabulkového procesoru Excel – funkce logaritmická	164

Tabulky:

Tabulka 1 Důvody oceňování podniku	14
Tabulka 2 Kralickův Quicktest - stupnice hodnocení ukazatelů	32
Tabulka 3 Přehled základních metod pro oceňování podniku	35
Tabulka 4 Zaměstnanost ve zpracovatelském a automobilovém průmyslu v letech 2012– 2016	61
Tabulka 5 Výroba silničních vozidel (kromě motocyklů) v letech 2012–2016 (ks)	62
Tabulka 6 Vymezení velikosti relevantního trhu v naturálních jednotkách: Počet prodaných přívěsů v ČR v letech 2008–2016 (ks).....	64
Tabulka 7 Vymezení velikosti relevantního trhu v peněžních jednotkách: Trh s přívěsy v ČR (tis. Kč).....	65
Tabulka 8 Analýza atraktivity relevantního trhu	66
Tabulka 9 Příležitosti a hrozby relevantního trhu.....	71
Tabulka 10 Vývoj a prognóza faktorů ovlivňujících relevantní trh v ČR v čase	72
Tabulka 11 Prognóza vývoje relevantního trhu dle analýzy časového trendu	75
Tabulka 12 Prognóza vývoje relevantního trhu dle regresní závislosti na HDP	77
Tabulka 13 Tržní podíl společnosti AGADOS v letech 2008–2016 (%)	78

Tabulka 14 Počet prodaných přívěsů v ČR vybranými výrobci v letech 2008–2016	81
Tabulka 15 Srovnání vybraných položek účetních výkazů konkurenčních podniků za rok 2015	81
Tabulka 16 Tržní podíly jednotlivých společností v letech 2011–2015	82
Tabulka 17 Analýza konkurenční síly podniku	84
Tabulka 18 Srovnání konkurenčních cen univerzálního typu přívěsu.....	85
Tabulka 19 Vybrané položky a ukazatele vztahující se k výkonnosti pracovníků.....	88
Tabulka 20 Podíl dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku na celkových aktivech	90
Tabulka 21 Investiční náročnost růstu tržeb z investic brutto	90
Tabulka 22 Silné a slabé stránky společnosti AGADOS.....	91
Tabulka 23 Prognóza vývoje tržního podílu společnosti AGADOS (%).....	92
Tabulka 24 Prognóza tržeb společnosti AGADOS (tis. Kč)	94
Tabulka 25 Celkové tržby společnosti AGADOS (tis. Kč).....	95
Tabulka 26 Horizontální analýza aktiv – relativní změna (%) a absolutní změna (tis. Kč)	97
Tabulka 27 Horizontální analýza pasiv – relativní změna (%) a absolutní změna (tis. Kč)	99
Tabulka 28 Vertikální analýza aktiv společnosti AGADOS v letech 2012–2016 (%).....	101
Tabulka 29 Vertikální analýza pasiv společnosti AGADOS v letech 2012–2016 (%)	103
Tabulka 30 Horizontální analýza výsledovky – relativní změna (%) a absolutní změna (tis. Kč)	105
Tabulka 31 Vertikální analýza výsledovky (%)	107
Tabulka 32 Ukazatele rentability společnosti AGADOS a odvětví CZ-NACE 29.2 v letech 2012–2016	111
Tabulka 33 Du Pontův rozklad ukazatele ROE společnosti AGADOS	112
Tabulka 34 Ukazatele likvidity společnosti AGADOS a odvětví CZ-NACE 29.2 v letech 2012–2016	113
Tabulka 35 Ukazatele aktivity společnosti AGADOS a odvětví CZ-NACE 29.2 v letech 2012–2016	114
Tabulka 36 Ukazatele zadluženosti společnosti AGADOS a odvětví CZ-NACE 29.2 v letech 2012–2016.....	115
Tabulka 37 Analýza čistého pracovního kapitálu společnosti AGADOS v letech 2012–2016	117
Tabulka 38 Potřebná výše čistého pracovního kapitálu společnosti AGADOS v letech 2012–2016	118

Tabulka 39 Kralickův Quicktest společnosti AGADOS v letech 2012–2016.....	120
Tabulka 40 Prognóza tržeb společnost AGADOS na období let 2017–2021 (tis. Kč).....	125
Tabulka 41 Plánovaný výkaz zisku a ztráty společnosti AGADOS (tis. Kč).....	125
Tabulka 42 Plánovaná rozvaha společnosti AGADOS (tis. Kč)	128
Tabulka 43 Finanční analýza finančního plánu společnosti AGADOS v letech 2017–2021	130
Tabulka 44 Výpočet volných peněžních toků do firmy v letech 2017–2021 (tis. Kč).....	133
Tabulka 45 Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM v letech 2017–2021	134
Tabulka 46 Výpočet WACC v letech 2017–2021	135
Tabulka 47 Výpočet hodnoty první fáze metodou DCF entity (tis. Kč).....	135
Tabulka 48 Výpočet hodnoty druhé fáze metodou DCF entity (tis. Kč).....	136
Tabulka 49 Výsledná hodnota podniku metodou DCF entity k datu ocenění (tis. Kč).....	136
Tabulka 50 Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky v letech 2017–2021 (tis. Kč)	137
Tabulka 51 Výpočet hodnoty první fáze metodou DCF equity (tis. Kč).....	138
Tabulka 52 Výpočet hodnoty druhé fáze metodou DCF equity (tis. Kč).....	138
Tabulka 53 Výsledná hodnota podniku metodou DCF equity k datu ocenění (tis. Kč)....	138
Tabulka 54 Výpočet EVA v letech 2017–2021 (tis. Kč).....	139
Tabulka 55 Výpočet hodnoty první fáze metodou EVA entity (tis. Kč)	140
Tabulka 56 Výpočet hodnoty druhé fáze metodou EVA entity (tis. Kč)	140
Tabulka 57 Výsledná hodnota podniku metodou DCF equity k datu ocenění (tis. Kč)....	141
Tabulka 58 Průměrné hodnoty násobitelů pro odvětví Auto Parts za evropský trh	142
Tabulka 59 Výsledná hodnota podniku metodou tržního porovnání k datu ocenění (tis. Kč)	142
Tabulka 60 Výsledná hodnota podniku metodou účetní hodnoty k datu ocenění (tis. Kč)	143
Tabulka 61 Výpočet průměrné ceny přívěsu v letech 2008–2016.....	162
Tabulka 62 Velikost relevantního trhu dle jednotlivých funkcí (tis. Kč).....	163
Tabulka 63 Srovnání odchylek jednotlivých funkcí od skutečných dat relevantního trhu	163
Tabulka 64 Velikost relevantního trhu dle jednotlivých funkcí (tis. Kč).....	164
Tabulka 65 Srovnání odchylek jednotlivých funkcí od skutečných dat relevantního trhu	165
Tabulka 66 Vybrané položky účetních výkazů a finanční analýza společnosti Vezeko s.r.o.	165

Tabulka 67 Vybrané položky účetních výkazů a finanční analýza firmy Maro Kralovice spol. s r. o.....	165
Tabulka 68 Vybrané položky účetních výkazů a finanční analýza společnosti SACHER-PŘÍVĚSY s.r.o.....	166
Tabulka 69 Rozvaha v plném rozsahu v letech 2012–2016 (tis. Kč)	167
Tabulka 70 Výkaz zisku a ztráty v plném rozsahu v letech 2012–2016 (tis. Kč)	170
Tabulka 71 Altmanovo Z-Skóre společnosti AGADOS v letech 2012–2016.....	172
Tabulka 72 Index IN05 společnosti AGADOS v letech 2012–2016.....	172

Grafy:

Graf 1 Vývoj tržeb CZ-NACE (tis. Kč) a podíly jednotlivých oborů na tržbách CZ-NACE 29 (%) v letech 2009–2016.....	59
Graf 2 Vývoj cen průmyslových výrobců v rámci CZ-NACE 29 v letech 2009–2016.....	60
Graf 3 Vývoj průměrné hrubé mzdy v letech 2009–2016 (Kč).....	61
Graf 4 Vývoj výroby, prodeje a exportu silničních vozidel (kromě motocyklů) v letech 2012–2016 (ks)	63
Graf 5 Vymezení velikosti relevantního trhu v peněžních jednotkách: Trh s přívěsy v ČR (tis. Kč)	65
Graf 6 Tempo růstu automobilového průmyslu (%).....	67
Graf 7 Rentabilita celkového kapitálu zpracovatelského a průmyslového odvětví (%).....	68
Graf 8 Tempo růstu HDP b.c. a relevantního trhu (%).....	70
Graf 9 Časový trend vývoje trhu s přívěsy v letech 2008–2016 proložený lineární funkcí	74
Graf 10 Vývoj tržeb relevantního trhu dle analýzy časového trendu v letech 2008–2021 (tis. Kč)	75
Graf 11 Vývoj tržeb relevantního trhu dle regresní analýzy v letech 2008–2021	78
Graf 12 Vývoj tržního podílu společnosti AGADOS v letech 2008–2016 (%)	79
Graf 13 Vývoj tržních podílů jednotlivých společností v letech 2011–2015 (%)	83
Graf 14 Vývoj tržeb společnosti AGADOS v letech 2008–2021 (tis. Kč).....	94
Graf 15 Struktura aktiv společnosti AGADOS v letech 2012–2016 (%).....	102
Graf 16 Struktura pasiv společnosti AGADOS v letech 2012–2016 (%).....	104
Graf 17 Vývoj výsledků hospodaření společnosti AGADOS v letech 2012–2016 (tis. Kč)	106

Graf 18 Vývoj vybraných položek výsledovky společnosti AGADOS v letech 2012–2016 (tis. Kč)	109
Graf 19 Vývoj složek čistého pracovního kapitálu společnosti AGADOS v letech 2012–2016	117
Graf 20 Altmanovo Z-skóre společnosti AGADOS v letech 2012–2016	119
Graf 21 Index IN05 společnosti AGADOS v letech 2012–2016.....	120
Graf 22 Prostorové srovnání společnosti AGADOS s odvětvím.....	121
Graf 23 Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti AGADOS k datu ocenění (tis. Kč)	144
Graf 24 Časový trend vývoje trhu v letech 2008–2016 proložený exponenciální funkcí .	162
Graf 25 Časový trend vývoje trhu v letech 2008–2016 proložený exponenciální funkcí .	162

Zkratky:

A	Assets Aktiva
β	Beta koeficient, míra systematického rizika
β_{leveraged}	Beta zadlužená, beta vlastního kapitálu u zadlužené firmy
β_{unleveraged}	Beta nezadlužená, beta VK při nulovém zadlužení firmy
C	Capital Celkový investovaný kapitál
CF	Cash Flow Peněžní tok
CZ	Cizí zdroje
D	Debt Cizí zpoplatněný kapitál
DCF	Discounted Cash Flow Diskontovaný peněžní tok
E	Equity Vlastní kapitál
EAT	Earnings After Taxes Zisk po zdanění
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes Zisk před úroky a zdaněním
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciations and Amortization Zisk úroky, zdaněním a odpisy
FCF	Free Cash Flow Volný peněžní tok
FCFE	Free Cash Flow to the Equity Volný peněžní tok pro vlastníky

FCFF	Free Cash Flow to the Firm Volný peněžní tok do firmy, tj. pro vlastníky i věřitele
g	Tempo růstu
H_b	Hodnota podniku brutto, tj. hodnota podniku jako celku
H_n	Hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu podniku
KZ	Krátkodobé závazky
KBÚ	Krátkodobé bankovní úvěry
NCWC	Noncash Working Capital Nefinanční pracovní kapitál
NOA	Net Operating Assets Čistá operační aktiva
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes Provozní zisk po zdanění
NWC	Net Working Capital Čistý pracovní kapitál
NÚ	Nákladové úroky
r_d	Rate of debt Náklady na cizí kapitál
r_e	Rate of equity Náklady na vlastní kapitál
r_f	Risk-free rate Bezriziková výnosová míra
r_m – r_f	Tržní riziková prémie
ROA	Return On Assets Rentabilita celkového kapitálu (aktiv)
ROCE	Return on Capital Employed Rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu
ROE	Return on Equity Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Return On Sales Rentabilita tržeb (zisková marže)
RE	Retained earnings Nerozdělený zisk
t	Tax rate Daňová sazba
VK	Vlastní kapitál
WACC	Weighted Average Cost of Capital Vážené průměrné náklady kapitálu
WC	Working Capital Pracovní kapitál

Seznam příloh

Příloha 1 Odhad velikosti relevantního trhu	162
Příloha 2 Analýza časového trendu	162
Příloha 3 Regresní analýza	163
Příloha 4 Zkrácená finanční analýza konkurenčních podniků.....	165
Příloha 5 Účetní výkazy společnosti AGADOS, spol. s r.o. v plném rozsahu v letech 2012– 2016	167
Příloha 6 Bankrotní a bonitní modely.....	172

Příloha 1 Odhad velikosti relevantního trhu

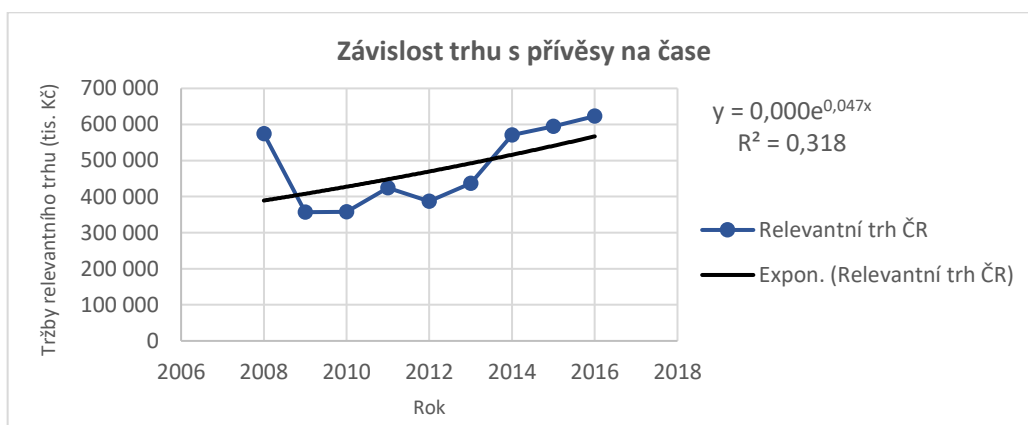
Tabulka 61 Výpočet průměrné ceny přívěsu v letech 2008–2016

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb AGADOS za ČR (tis. Kč)	199 330	144 941	150 967	166 897	152 872	176 342	240 713	254 539	260 964
Počet prodaných přívěsů AGADOS v ČR celkem (ks)	12 579	11 001	11 014	11 627	10 828	11 262	12 613	13 954	14 681
Průměrná cena přívěsu (tis. Kč)	16	13	14	14	14	16	19	18	18

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2008–2016; SAD (k 11. 10. 2017)

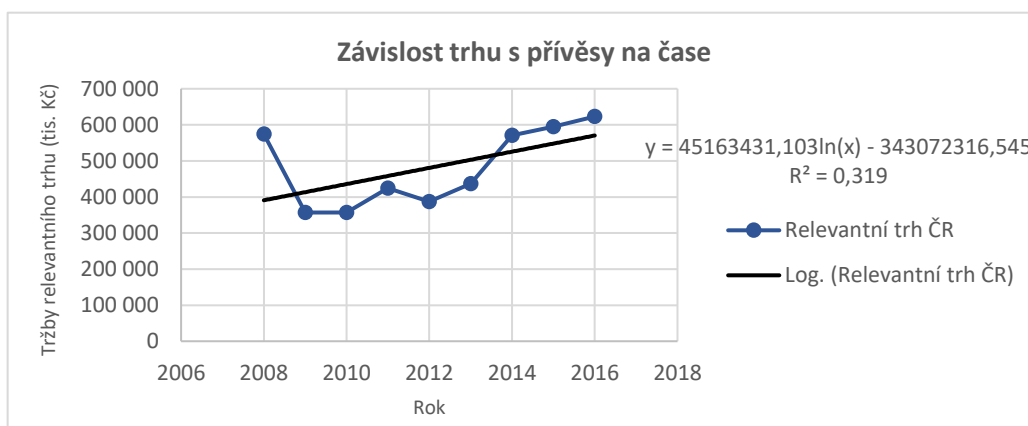
Příloha 2 Analýza časového trendu

Graf 24 Časový trend vývoje trhu v letech 2008–2016 proložený exponenciální funkcí



Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 25 Časový trend vývoje trhu v letech 2008–2016 proložený exponenciální funkcí



Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 62 Velikost relevantního trhu dle jednotlivých funkcí (tis. Kč)

Funkce/Položka (tis. Kč)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
X (rok)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Y (trh): Skutečnost	574 536	356 906	357 379	424 053	387 418	436 658	571 067	594 831	623 018
Lineární	390 806	413 267	435 729	458 190	480 652	503 113	525 575	548 036	570 497
Exponenciální	389 112	407 858	427 508	448 104	469 692	492 321	516 040	540 901	566 961
Logaritmická	390 811	413 298	435 772	458 236	480 689	503 130	525 561	547 980	570 388

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 63 Srovnání odchylek jednotlivých funkcí od skutečných dat relevantního trhu

Funkce/Položka	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Suma	Max
Y (trh): Skutečnost	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Lineární	32 %	-16 %	-22 %	-8 %	-24 %	-15 %	8 %	8 %	8 %	-29 %	32 %
Exponenciální	32 %	-14 %	-20 %	-6 %	-21 %	-13 %	10 %	9 %	9 %	-14 %	32 %
Logaritmická	32 %	-16 %	-22 %	-8 %	-24 %	-15 %	8 %	8 %	8 %	-29 %	32 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 3 Regresní analýza

Obrázek 8 Výstup analytického modulu tabulkového procesoru Excel – funkce lineární

VÝSLEDEK

Lineární funkce

Regresní statistika	
Násobné R	0,807476016
Hodnota spolehlivosti R	0,652017516
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,602305733
Chyba stř. hodnoty	68589,17345
Pozorování	9

ANOVA					
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	1	61703678818	6,17E+10	13,11595503	0,00849216
Rezidua	7	32931323002	4,7E+09		
Celkem	8	94635001820			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P
Hranice	-752147,8132	341169,2387	-2,20462	0,063298081
HDP (X)	0,000293589	8,10662E-05	3,621596	0,00849216

Zdroj: Vlastní zpracování

Obrázek 9 Výstup analytického modulu tabulkového procesoru Excel – funkce exponenciální

VÝSLEDEK

Exponenciální funkce

Regresní statistika	
Násobné R	0,791407688
Hodnota spolehlivosti R	0,626326129
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,572944147
Chyba stř. hodnoty	0,149257357
Pozorování	9

ANOVA					
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	1	0,261382998	0,261383	11,73291267	0,011055022
Rezidua	7	0,155944311	0,022278		
Celkem	8	0,417327309			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P
Hranice	10,52251126	0,742420653	14,17325	2,0663E-06
HDP (X)	6,04259E-10	1,76409E-10	3,425334	0,011055022

Zdroj: Vlastní zpracování

Obrázek 10 Výstup analytického modulu tabulkového procesoru Excel – funkce logaritmická

VÝSLEDEK

Logaritmická funkce

Regresní statistika	
Násobné R	0,812406656
Hodnota spolehlivosti R	0,660004575
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,611433801
Chyba stř. hodnoty	67797,45846
Pozorování	9

ANOVA					
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	1	62459534200	6,25E+10	13,58851236	0,007794981
Rezidua	7	32175467620	4,6E+09		
Celkem	8	94635001820			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P
Hranice	-27869640,45	7690834,339	-3,62375	0,008467904
ln(X)	1279578,35	347121,0307	3,68626	0,007794981

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 64 Velikost relevantního trhu dle jednotlivých funkcí (tis. Kč)

Funkce	Rovnice	Plná regresní funkce				
		a	b	Statistická významnost	Index determinace	Korelační koeficient
Lineární	$Y = a + b \cdot X$	-752 147,813	0,000293589	Ano	65,20 %	80,75 %
Exponenciální	$Y = e^{(a+b \cdot X)}$	10,52251126	6,04259E-10	Ano	62,63 %	79,14 %
Logaritmická	$Y = a + b \cdot \ln(X)$	-27869640,45	1279578,35	Ano	66,00 %	81,24 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 65 Srovnání odchylek jednotlivých funkcí od skutečných dat relevantního trhu

Funkce/Položka	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Suma	Max
Y (trh): Skutečnost	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Lineární	25 %	-13 %	-15 %	-2 %	-14 %	-3 %	10 %	0 %	-4 %	-16 %	25 %
Exponenciální	26 %	-12 %	-14 %	0 %	-11 %	-1 %	12 %	0 %	-7 %	-7 %	26 %
Logaritmická	25 %	-12 %	-15 %	-2 %	-14 %	-4 %	9 %	-1 %	-4 %	-15 %	25 %

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 4 Zkrácená finanční analýza konkurenčních podniků

Tabulka 66 Vybrané položky účetních výkazů a finanční analýza společnosti Vezeko s.r.o.

Položka (tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiva	105 740	101 836	148 917	175 957	198 689
Vlastní kapitál	42 171	51 837	67 113	82 793	88 323
Cizí kapitál	63 569	49 665	81 766	93 035	109 595
Tržby z provozu	257 509	244 766	273 069	345 815	389 097
Výsledek hospodaření	4 010	10 800	15 342	17 292	7 693

Ukazatel	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	4 %	9 %	12 %	12 %	6 %
ROE	10 %	19 %	26 %	25 %	15 %
Běžná likvidita	1,37	1,93	2,08	1,93	1,91
Obrat aktiv	2,5	2,4	1,8	2,0	2,0
DO pohledávek (dny)	31	32	47	30	17
DO závazků (dny)	59	42	45	44	43
Celková zadluženost	60 %	49 %	55 %	53 %	55 %
Úrokové krytí	6,6	16,3	34,2	20,5	11,7
NWC	15 805	26 641	36 887	40 450	41 927

Zdroj: Vlastní zpracování; VEZEKO s.r.o., účetní výkazy 2011–2015

Tabulka 67 Vybrané položky účetních výkazů a finanční analýza firmy Maro Kralovice spol. s r. o.

Položka (tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiva	52 854	44 387	45 278	47 155	47 575
Vlastní kapitál	30 462	30 934	31 274	31 206	31 069
Cizí kapitál	22 479	13 453	14 004	15 949	16 371
Tržby z provozu	52 603	36 843	29 265	27 188	21 660
Výsledek hospodaření	-624	472	341	-68	-1 413

Ukazatel	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	-0,9 %	2,1 %	1,3 %	-0,1 %	-3,0 %

ROE	-1,5 %	3,0 %	1,8 %	-0,2 %	-4,5 %
Běžná likvidita	1,33	0,94	1,12	1,13	3,67
Obrat aktiv	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5
DO pohledávek (dny)	14	9	26	25	63
DO závazků (dny)	89	128	161	194	84
Celková zadluženost	43 %	30 %	31 %	34 %	34 %
Úrokové krytí	-6,2	25,5	568	x	x
NWC	4 411	-725	1 493	1 850	13 518

Zdroj: Vlastní zpracování; Maro Kralovice spol. s r. o., účetní výkazy 2011–2015

Tabulka 68 Vybrané položky účetních výkazů a finanční analýza společnosti SACHER-PŘÍVĚSY s.r.o

Položka (tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiva	5 651	5 652	5 569	6 103	6 411
Vlastní kapitál	5 011	5 030	5 093	5 517	5 952
Cizí kapitál	626	601	426	540	436
Tržby z provozu	5 166	6 655	7 494	10 289	9 843
Výsledek hospodaření	656	20	62	424	436

Ukazatel	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	14 %	1 %	1 %	9 %	8 %
ROE	16 %	1 %	1 %	9 %	9 %
Běžná likvidita	8,82	9,18	12,88	11,68	13,98
Obrat aktiv	2,2	1,5	1,6	1,7	1,5
DO pohledávek (dny)	13	22	25	26	12
DO závazků (dny)	18	25	17	18	15
Celková zadluženost	11 %	11 %	8 %	9 %	7 %
Úrokové krytí	x	x	x	x	x
NWC	4 894	4 914	5 060	5 521	5 361

Zdroj: Vlastní zpracování; SACHER-PŘÍVĚSY s.r.o., účetní výkazy 2011–2015

Příloha 5 Účetní výkazy společnosti AGADOS, spol. s r.o. v plném rozsahu v letech 2012–2016

Tabulka 69 Rozvaha v plném rozsahu v letech 2012–2016 (tis. Kč)

ROZVAHA k 31. 12. roku ... (tis. Kč)						
Označení	AKTIVA	2012	2013	2014	2015	2016
	AKTIVA CELKEM	228 349	220 860	225 882	249 197	275 101
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál					
B.	Dlouhodobý majetek	104 474	102 276	100 753	98 371	128 661
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	4 463	2 074	1 831	1 069	820
B. I. 1.	Zřizovací výdaje					
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	10		247	157	67
3.	Software	3 945	1 572	1 156	833	550
4.	Ocenitelná práva	288	317	198	79	0
5.	Goodwill					
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek					
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	220	185	230		203
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek					
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	94 102	93 756	95 956	94 410	124 950
B. II. 1.	Pozemky	8 800	8 800	9 656	11 120	11 120
2.	Stavby	81 331	75 719	76 081	74 150	78 166
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	3 550	4 947	10 219	9 140	35 561
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů					
5.	Dospělá zvířata a jejich skupiny					
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek					
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	421	4 290			103
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek					
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku					
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	5 909	6 446	2 966	2 892	2 891
B. III. 1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	2 277	2 484	2 511	2 448	2 447
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem					
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	1 045	1 140	455	444	444
4.	Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv					
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	2 587	2 822			
6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek					
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek					
C.	Oběžná aktiva	122 547	117 812	124 662	150 724	146 440
C. I.	Zásoby	48 099	42 908	42 714	44 694	47 020
C. I. 1.	Materiál	20 858	24 958	27 772	29 860	27 041
2.	Nedokončená výroba a polotovary	16 177	10 294	8 293	9 134	13 689
3.	Výrobky	9 184	7 309	6 605	5 684	5 189
4.	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny					
5.	Zboží	1 880	347	44	16	1 101
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby					
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0

C. II.	1.	Pohledávky z obchodních vztahů					
	2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba					
	3.	Pohledávky - podstatný vliv					
	4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení					
	5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy					
	6.	Dohadné účty aktivní					
	7.	Jiné pohledávky					
	8.	Odložená daňová pohledávka					
C. III.		Krátkodobé pohledávky	66 224	67 532	71 451	93 075	87 217
C. III.	1.	Pohledávky z obchodních vztahů	65 198	66 245	70 370	86 448	85 132
	2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba					
	3.	Pohledávky - podstatný vliv					
	4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení					
	5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění					
	6.	Stát - daňové pohledávky					
	7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	774	1 029	843	6 397	1 855
	8.	Dohadné účty aktivní					
	9.	Jiné pohledávky	252	258	238	230	230
C. IV.		Krátkodobý finanční majetek	8 224	7 372	10 497	12 955	12 203
C. IV.	1.	Peníze	328	230	244	229	70
	2.	Účty v bankách	7 896	7 142	10 253	12 726	12 133
	3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly					
	4.	Požizovaný krátkodobý finanční majetek					
D. I.		Časové rozlišení	1 328	772	467	102	0
D. I.	1.	Náklady příštích období	1 328	772	467	102	0
	2.	Komplexní náklady příštích období					
	3.	Příjmy příštích období					

ROZVAHA k 31. 12. roku ... (tis. Kč)						
Označení	PASIVA	2012	2013	2014	2015	2016
	PASIVA CELKEM	228 349	220 860	225 882	249 197	275 101
A.	Vlastní kapitál	62 641	67 924	83 808	112 284	144 885
A. I.	Základní kapitál	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
A. I.	1. Základní kapitál	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
	2. Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)					
	3. Změny základního kapitálu					
A. II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
A. II.	1. Emisní ážio					
	2. Ostatní kapitálové fondy					
	3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků					
	4. Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách					
A. III.	Fondy ze zisku	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
A. III.	1. Rezervní fond	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
	2. Statutární a ostatní fondy					
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	53 939	56 641	44 273	69 924	103 284
A. IV.	1. Nerozdělený zisk minulých let	53 939	56 641	44 273	69 924	103 284
	2. Neuhrazená ztráta minulých let					

A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	2 702	5 283	33 535	36 360	35 601
B.	Cizí zdroje	164 373	151 184	140 515	134 487	129 264
B. I.	Rezervy					
B. I. 1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů					
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky					
3.	Rezerva na daň z příjmů					
4.	Ostatní rezervy					
B. II.	Dlouhodobé závazky					
B. II. 1.	Závazky z obchodních vztahů					
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba					
3.	Závazky - podstatný vliv					
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení					
5.	Dlouhodobé přijaté zálohy					
6.	Vydané dluhopisy					
7.	Dlouhodobé směnky k úhradě					
8.	Dohadné účty pasivní					
9.	Jiné závazky					
10.	Odložený daňový závazek					
B. III.	Krátkodobé závazky	58 416	64 647	62 075	67 077	61 173
B. III. 1.	Závazky z obchodních vztahů	54 138	59 168	49 840	56 701	51 661
2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba					
3.	Závazky - podstatný vliv					
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	218	217	239	176	164
5.	Závazky k zaměstnancům	2 135	2 269	2 367	2 859	3 023
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 378	1 491	1 565	1 818	1 894
7.	Stát - daňové závazky a dotace	364	1 309	7 757	5 160	1 782
8.	Krátkodobé přijaté zálohy		28	154	223	775
9.	Vydané dluhopisy					
10.	Dohadné účty pasivní				-54	1 713
11.	Jiné závazky	183	165	153	194	161
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	105 957	86 537	78 440	67 410	68 091
B. IV. 1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	64 663	59 137	55 324	48 197	41 931
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	41 294	27 400	23 116	19 213	26 160
3.	Krátkodobé finanční výpomoci					
C. I.	Časové rozlišení	1 335	1 752	1 559	2 426	952
C. I. 1.	Výdaje příštích období	1 335	1 752	1 559	2 426	952
2.	Výnosy příštích období					

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

Tabulka 70 Výkaz zisku a ztráty v plném rozsahu v letech 2012–2016 (tis. Kč)

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (tis. Kč)						
Označení	TEXT	2012	2013	2014	2015	2016
I.	Tržby za prodej zboží	75 273	50 705	12 364	72	818
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	63 284	39 850	5 061	63	778
+	Obchodní marže	11 989	10 855	7 303	9	40
II.	Výkony	261 894	286 196	398 573	424 216	439 583
II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	254 787	293 903	401 189	424 232	434 940
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	7 093	-7 748	-2 632	-42	4 052
3.	Aktivace	14	41	16	26	591
B.	Výkonová spotřeba	203 247	216 191	289 238	299 694	301 780
B. 1.	Spotřeba materiálu a energie	166 548	187 682	252 951	260 300	257 657
B. 2.	Služby	36 699	28 509	36 287	39 394	44 123
+	Přidaná hodnota	70 636	80 860	116 638	124 531	137 843
C.	Osobní náklady	57 575	57 072	63 103	68 774	75 222
C. 1.	Mzdové náklady	42 180	41 711	46 157	50 382	55 303
C. 2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva			6	24	
C. 3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	14 904	14 795	16 331	17 719	19 327
C. 4.	Sociální náklady	491	566	609	649	592
D.	Daně a poplatky	1 888	1 991	1 771	1 625	1 586
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	11 734	11 074	10 612	10 444	16 286
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	20 942	22 834	22 904	28 228	28 611
III. 1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	236	1 165	1 007	50	204
2.	Tržby z prodeje materiálu	20 706	21 669	21 897	28 178	28 407
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	10 952	18 683	16 737	22 624	23 280
F. 1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku					
F. 2.	Prodaný materiál	10 952	18 683	16 737	22 624	23 280
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-201	642	-658	-24	
IV.	Ostatní provozní výnosy	254	413	2 355	1 285	177
H.	Ostatní provozní náklady	827	4 082	6 918	3 150	3 606
V.	Převod provozních výnosů					
I.	Převod provozních nákladů					
*	Provozní výsledek hospodaření	9 057	10 563	43 414	47 451	46 651
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů					
J.	Prodané cenné papíry a podíly					
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku					
VII. 1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem					
VII. 2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů					
VII. 3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku					

VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku					
K.	Náklady z finančního majetku					
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů					
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů					
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)					
X.	Výnosové úroky	446	76	23	20	0
N.	Nákladové úroky	3 478	2 602	1 622	1 410	1 233
XI.	Ostatní finanční výnosy	6 564	6 305	6 050	1 691	675
O.	Ostatní finanční náklady	9 009	7 621	6 591	2 860	1 517
XII.	Převod finančních výnosů					
P.	Převod finančních nákladů					
*	Finanční výsledek hospodaření	-5 477	-3 842	-2 140	-2 559	-2 075
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	878	1 438	7 739	8 532	8 975
Q. 1.	- splatná	878	1 438	7 739	8 532	8 975
Q. 2.	- odložená					
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	2 702	5 283	33 535	36 360	35 601
R.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)					
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	2 702	5 283	33 535	36 360	35 601
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	3 580	6 721	41 274	44 892	44 576

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

Příloha 6 Bankrotní a bonitní modely

Tabulka 71 Altmanovo Z-Skóre společnosti AGADOS v letech 2012–2016

Altmanovo Z-skóre	2012	2013	2014	2015	2016	Váhy
NWC/A	0,28	0,24	0,28	0,34	0,31	0,717
Nerozdělený zisk/A	0,24	0,26	0,20	0,28	0,38	0,847
EBIT/A	0,03	0,04	0,19	0,19	0,17	3,107
VK/CZ	0,38	0,45	0,60	0,83	1,12	0,42
Tržby/aktiva	1,48	1,53	1,82	1,70	1,60	0,998

Vážené hodnoty ukazatelů	2012	2013	2014	2015	2016
NWC/A	0,20	0,17	0,20	0,24	0,22
Nerozdělený zisk/A	0,20	0,22	0,17	0,24	0,32
EBIT/A	0,10	0,13	0,59	0,58	0,52
VK/CZ	0,16	0,19	0,25	0,35	0,47
Tržby/aktiva	1,47	1,52	1,82	1,70	1,60
Z-skóre	2,13	2,23	3,02	3,11	3,13
Slovní zhodnocení	šedá zóna	šedá zóna	zdravá	zdravá	zdravá

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

Tabulka 72 Index IN05 společnosti AGADOS v letech 2012–2016

Index IN05	2012	2013	2014	2015	2016	Váhy
A/CZ	1,39	1,46	1,61	1,85	2,13	0,13
EBIT/nákladové úroky*	2,03	3,58	9,00	9,00	9,00	0,04
EBIT/A	0,03	0,04	0,19	0,19	0,17	3,97
Výnosy/A	1,57	1,63	1,93	1,82	1,71	0,21
OA/KZ + KBÚ	1,23	1,28	1,46	1,75	1,68	0,09

* Původní hodnoty ukazatele (vyšší než 9) nahrazeny maximální doporučenou hodnotou 9.

Vážené hodnoty ukazatelů	2012	2013	2014	2015	2016
A/CZ	0,18	0,19	0,21	0,24	0,28
EBIT/nákladové úroky	0,08	0,14	0,36	0,36	0,36
EBIT/A	0,12	0,17	0,75	0,74	0,66
Výnosy/A	0,33	0,34	0,41	0,38	0,36
OA/KZ + KBÚ	0,11	0,12	0,13	0,16	0,15
Index IN05	0,82	0,96	1,86	1,88	1,81
Slovní zhodnocení	netvoří hodnotu	šedá zóna	tvoří hodnotu	tvoří hodnotu	tvoří hodnotu

Zdroj: Vlastní zpracování; AGADOS, spol. s r.o., účetní výkazy 2012–2016

